

## *Kapitel 1*

# **Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage**

## Einleitung

Die Expansion der Weltwirtschaft hat ihren Höhepunkt erreicht. Den Projektionen zufolge wird sich das globale BIP-Wachstum allmählich von 3,7% im Jahr 2018 auf rd. 3½% in den Jahren 2019 und 2020 verlangsamen, was im Großen und Ganzen mit dem Wachstum des globalen Produktionspotenzials in Einklang steht (Tabelle 1.1). Auf kurze Sicht wird die Inlandsnachfrage weiter durch Politikimpulse und ein kräftiges Beschäftigungswachstum in Schwung gehalten. Die makroökonomische Politik dürfte jedoch mit der Zeit weniger akkommodierend ausgerichtet werden. Zudem dürften die negativen Effekte der Handelsstörungen, die restriktiveren finanziellen Rahmenbedingungen und die höheren Ölpreise andauern. Im OECD-Raum dürfte sich das Wachstum bis 2020 allmählich von rd. 2½% im Zeitraum 2017-2018 auf knapp unter 2% verringern. Die Lohn- und Preisinflation wird den Projektionen zufolge zunehmen, wenn auch nur moderat. Da nach wie vor erhebliche Unsicherheit darüber herrscht, wie stark der Zusammenhang zwischen Kapazitätsauslastung und Inflation ist, besteht das Risiko eines deutlicheren Inflationsanstiegs als hier unterstellt. Die diesjährigen Ölpreissteigerungen haben die Gesamtinflation in die Höhe

Table 1.1. **Global growth is set to slow**

*OECD area, unless noted otherwise*

	Average 2011-2018	2017	2018	2019	2020	2018 Q4	2019 Q4	2020 Q4	
		Per cent							
<b>Real GDP growth<sup>1</sup></b>									
World <sup>2</sup>	3.4	3.6	3.7	3.5	3.5	3.5	3.6	3.5	
G20 <sup>2</sup>	3.6	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.8	3.7	
OECD <sup>2</sup>	2.1	2.5	2.4	2.1	1.9	2.2	2.1	1.9	
United States	2.3	2.2	2.9	2.7	2.1	3.1	2.4	2.0	
Euro area	1.2	2.5	1.9	1.8	1.6	1.5	1.9	1.4	
Japan	1.3	1.7	0.9	1.0	0.7	0.6	0.6	1.1	
Non-OECD <sup>2</sup>	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7	4.6	4.8	4.7	
China	7.1	6.9	6.6	6.3	6.0	6.4	6.1	6.0	
India <sup>3</sup>	7.0	6.7	7.5	7.3	7.4				
Brazil	0.1	1.0	1.2	2.1	2.4				
<b>Output gap<sup>4</sup></b>	-1.8	-1.0	-0.6	-0.4	-0.5				
<b>Unemployment rate<sup>5</sup></b>	6.9	5.8	5.3	5.1	5.0	5.2	5.1	4.9	
<b>Inflation<sup>1,6</sup></b>	1.6	2.0	2.3	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5	
<b>Fiscal balance<sup>7</sup></b>	-4.1	-2.3	-2.9	-3.1	-3.0				
<b>World real trade growth<sup>1</sup></b>	3.6	5.2	3.9	3.7	3.7	3.3	3.8	3.6	

1. Percentage changes; last three columns show the increase over a year earlier.

2. Moving nominal GDP weights, using purchasing power parities.

3. Fiscal year.

4. Per cent of potential GDP.

5. Per cent of labour force.

6. Private consumption deflator.

7. Per cent of GDP.

Source: OECD Economic Outlook 104 database.

getrieben und in einigen Ländern haben Importzölle zu Preiserhöhungen geführt. Der Welthandel hat sich bereits verlangsamt, da Handelsrestriktionen das Vertrauen und die Investitionspläne beeinträchtigen. Für den Zeitraum 2018-2020 wird davon ausgegangen, dass das Welthandelwachstum im Jahresdurchschnitt weiter unter 4% liegen wird.

Bei Eintreten von Abwärtsrisiken ist eine noch schwächere Entwicklung möglich. Die Errichtung weiterer Handelshemmnisse im bilateralen Handel zwischen den Vereinigten Staaten und China würde die gesamtwirtschaftliche Produktion dieser Volkswirtschaften beeinträchtigen, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf das weltweite Wachstum und den Welthandel. Angebotsseitige Störungen an den Ölmärkten würden zumindest vorübergehend die Inflation weltweit erhöhen und das Wachstum bremsen. Der Druck der Finanzmärkte auf die aufstrebenden Volkswirtschaften könnte zunehmen, insbesondere wenn ein überraschend starker Preisaufrieb in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weitere Leitzinserhöhungen und eine neue Runde von Vermögenspreiskorrekturen auslösen würde. Zudem befinden sich viele Volkswirtschaften aufgrund erhöhter Vermögenspreise und einer hohen Verschuldung auch zehn Jahre nach der Finanzkrise noch in einer angegriffenen Verfassung. Eine schnelle Beilegung der Handelsspannungen oder größerer strukturpolitischer Ehrgeiz weltweit könnte allerdings das Vertrauen stärken und die Beeinträchtigung der Investitionstätigkeit durch die hohe Unsicherheit begrenzen.

Die jüngsten Entwicklungen und die in diesen Projektionen unterstellten weiteren Aussichten bringen bedeutende Herausforderungen für die Politikverantwortlichen mit sich. Zunächst muss dringend die politikbedingte Unsicherheit verringert werden, indem protektionistische Tendenzen eingedämmt werden und das globale regelbasierte internationale Handelssystem durch multilateralen Dialog gestärkt wird. Die makroökonomischen Politikerfordernisse sind in den einzelnen Ländern unterschiedlich, je nachdem, mit welchen Herausforderungen sie konfrontiert sind. In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften kann die geldpolitische Akkommodierung allmählich – wenn auch unterschiedlich schnell – zurückgenommen werden. Die Projektionen gehen davon aus, dass die Fiskalpolitik nach der deutlichen Lockerung der letzten Jahre in den meisten OECD-Ländern im Zeitraum 2019-2020 weitgehend neutral ausgerichtet wird. Der geplante neutrale fiskalpolitische Kurs ist angesichts der Wirtschaftsaussichten im Allgemeinen angemessen; die zusätzliche Lockerung in einigen Ländern mit ohnehin hoher Staatsverschuldung könnte hingegen ungünstige Reaktionen an den Finanzmärkten hervorrufen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften bedarf es sorgfältig abgewogener Politikentscheidungen, um die Glaubwürdigkeit zu erhalten. In Volkswirtschaften mit einem robusten makroökonomischen Politikrahmen und flexiblen Wechselkursen muss die Geldpolitik möglicherweise nur etwas restriktiver ausgerichtet werden, um den anhaltenden Vermögenspreiskorrekturen Rechnung zu tragen; solide Haushaltspositionen gestatten bei Bedarf eine fiskalpolitische Lockerung zur Stützung der Nachfrage. Weniger Spielraum für solche Konjunkturimpulse haben dagegen aufstrebende Volkswirtschaften, in denen die Tragfähigkeit der Haushaltsposition oder der außenwirtschaftlichen Position Sorgen bereitet. Weitere Politikprioritäten bestehen für alle Länder darin, die Widerstandsfähigkeit gegenüber Risiken zu steigern, insbesondere gegenüber den anhaltenden finanziellen Risiken der hohen Verschuldung, und die Reformbemühungen zu verstärken, um die Aussichten auf ein längerfristiges Wachstum zu verbessern, das nachhaltig ist und Chancen für alle bietet.

Ein Zusammenwirken der wesentlichen Abwärtsrisiken würde das Wachstum der weltweiten Produktion und des Welthandels erheblich beeinträchtigen und könnte dazu führen, dass die globale Produktionsleistung 2020 um mehr als ½% schwächer ausfällt als in den Projektionen unterstellt. Falls Abwärtsrisiken einen drastischeren

weltweiten Abschwung auslösen als gegenwärtig erwartet, wären länderübergreifend abgestimmte Politikmaßnahmen die effektivste Gegenreaktion. Auf kurze Sicht ist der Spielraum für geldpolitische Maßnahmen z.T. begrenzt; zudem werden Instrumente mit rascher Wachstumswirkung benötigt. Folglich wird eine fiskalische Lockerung wohl eine wichtige Rolle bei der Ankurbelung des Wachstums spielen, auch wenn sich der verfügbare Handlungsspielraum aufgrund der hohen Staatsverschuldung verringert hat. Die Wirksamkeit einer koordinierten fiskalischen Reaktion ließe sich steigern, wenn man schon jetzt rasch umsetzbare Projekte konzipieren würde, um auf eine solche Eventualität vorbereitet zu sein.

## Das Weltwirtschaftswachstum dürfte nachlassen

### Das Weltwirtschaftswachstum dürfte sich in den kommenden beiden Jahren abschwächen


Die jüngsten Entwicklungen lassen vermuten, dass das Wachstum der Weltwirtschaft an einem Höhepunkt angelangt ist und sich in den nächsten beiden Jahren verlangsamen wird. Das globale BIP-Wachstum lag in diesem Jahr bei rd. 3,7% (Abb. 1.1, Teil A). Anders als 2017, als eine breitbasierte Expansion verzeichnet wurde, verlief die Entwicklung in den einzelnen Ländern und Sektoren zunehmend unterschiedlich. Während sich die Arbeitsmarktlage nach wie vor verbessert und die Arbeitslosenquote im OECD-Raum mittlerweile den

Figure 1.1. **Global growth and confidence have moderated**



Note: GDP, industrial production and retail sales aggregation using PPP weights. Data in Panel D are for retail sales in the majority of countries, but monthly household consumption is used for the United States and the monthly synthetic consumption indicator is used for Japan. Data for India are unavailable for Panel D.

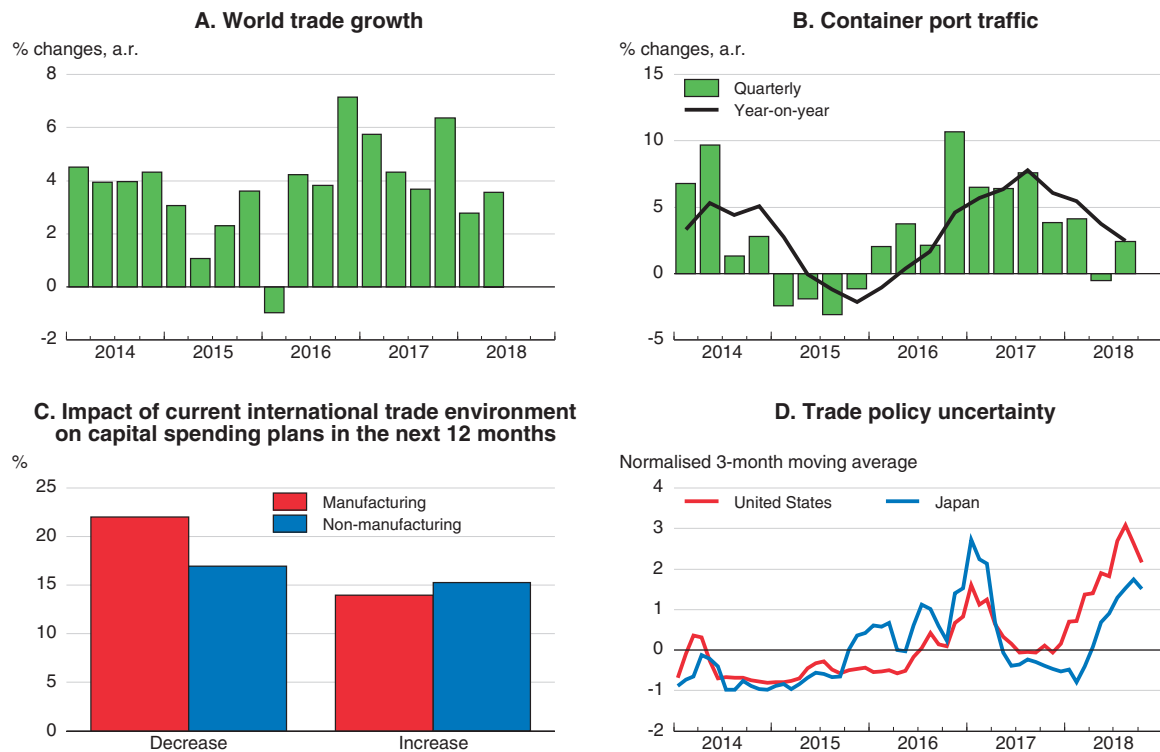
Source: OECD Economic Outlook 104 database; OECD Main Economic Indicators; Thomson Reuters; Markit; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879482>

niedrigsten Stand seit 1980 erreicht hat, sind die Investitionen und der Handel weniger stark gewachsen als erwartet. Zudem haben sich die Finanzmarktbedingungen verschlechtert und das Vertrauen hat weiter nachgelassen. Vorläufige Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das dritte Quartal 2018 lassen auf eine anhaltend solide Entwicklung in den Vereinigten Staaten, aber ein schwächeres Wachstum in China, im Euroraum und in Japan schließen. Auch Daten aus Unternehmensumfragen signalisieren für fortgeschrittene ebenso wie aufstrebende Volkswirtschaften eine Wachstumsverringerung. Zudem sind die Auftragseingänge zurückgegangen, insbesondere im Verarbeitenden Sektor (Abb. 1.1, Teil B). Andere Hochfrequenzindikatoren der globalen Wirtschaftstätigkeit, wie z.B. die Industrieproduktion und die Einzelhandelsumsätze, deuten ebenfalls auf eine Wachstumsverlangsamung hin (Abb. 1.1, Teil C und D). Das geringere Handelwachstum und die weltweit angespannteren finanziellen Rahmenbedingungen tragen ebenso wie die höheren Ölpreise zur generellen Abschwächung der globalen Expansion bei.

Vor dem Hintergrund zunehmender Handelsspannungen hat sich das Volumenwachstum des Welthandels (Waren und Dienstleistungen) in diesem Jahr verlangsamt. Besonders schwach fiel die Entwicklung in der ersten Jahreshälfte aus (Abb. 1.2, Teil A und B). Hochfrequenzindikatoren, wie z.B. Exportaufträge und Containerumschlag, lassen auch weiterhin ein eher geringes Handelwachstum erwarten. In diesem Jahr sind bereits verschiedene neue Zölle und Retorsionsmaßnahmen in Kraft getreten, und es besteht das Risiko, dass nächstes Jahr weitere derartige Maßnahmen eingeführt werden. Die restriktiven neuen Handelsmaßnahmen haben die Handelsströme und Preise in einigen betroffenen

Figure 1.2. **Rising trade tensions have affected capital spending plans and added to uncertainty**



Note: Panel C is based on combined responses of 513 firms, of which 100 are in the manufacturing sector. Decreases (increases) include all firms indicating a slight, moderate and significant decrease (increase) in their capital spending plans.

Source: OECD Economic Outlook 104 database; Institute of Shipping Economics and Logistics (ISL); Duke CFO Global Business Survey, September 2018; policyuncertainty.com; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879501>

Sektoren, vor allem in den Vereinigten Staaten und China, erheblich beeinflusst und u.a. dazu geführt, dass einige Transaktionen vorgezogen wurden, um den angekündigten Zöllen zuvorzukommen. Die angekündigten Maßnahmen wirken sich zudem negativ auf das Geschäftsklima und die Investitionspläne aus, insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe, und verschärfen die Unsicherheit (Federal Reserve Bank of Atlanta, 2018; Abb. 1.2, Teil C und D)<sup>1</sup>.

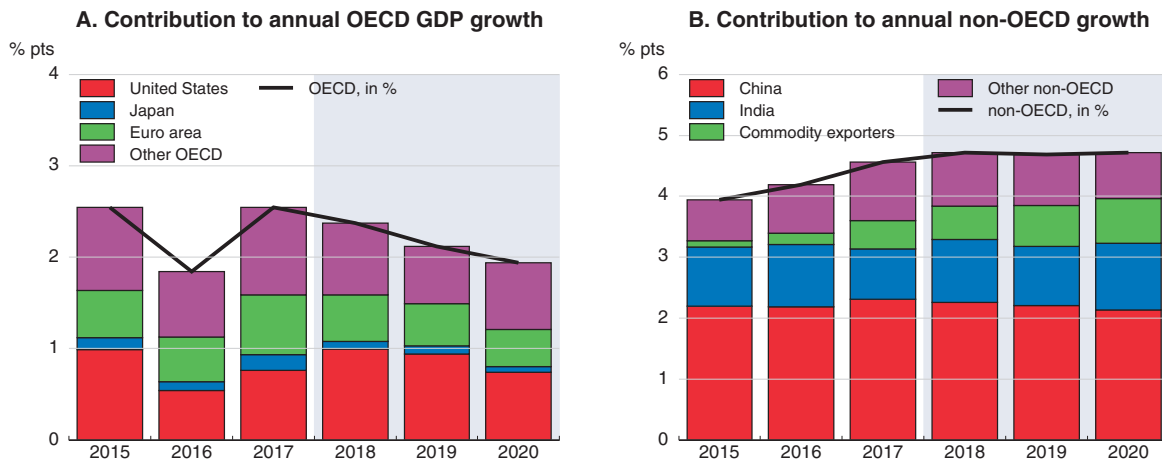
Die finanziellen Rahmenbedingungen haben sich in diesem Jahr verschlechtert, wobei der Anstieg der langfristigen Zinssätze, insbesondere in den Vereinigten Staaten, zu Neubewertungen an vielen Vermögensmärkten und erheblichen Turbulenzen in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften geführt hat. Die damit einhergehende Veränderung der Risikoeinschätzung hat dazu beigetragen, dass viele aufstrebende Volkswirtschaften, vor allem solche mit hohen und wachsenden Leistungsbilanzungleichgewichten, deutliche Währungsabwertungen gegenüber dem US-Dollar verzeichneten. Wie im Folgenden erörtert, würde eine zusätzliche Eintrübung der Marktstimmung gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften ihr Wachstum weiter verringern und für erneuten Abwertungsdruck auf ihre Währungen sorgen.

Für ölimportierende Volkswirtschaften ergeben sich durch die höheren und volatileren Ölpreise der letzten zwölf Monate zusätzliche Herausforderungen. Die Ölpreise waren dieses Jahr (Stand Mitte November) mehr als 30% höher als 2017. Die Förderung ist in den Vereinigten Staaten und der Russischen Föderation zwar auf ein Rekordniveau gestiegen, die anhaltende Unsicherheit über mögliche Lieferstörungen in einigen OPEC-Staaten, insbesondere Venezuela und Iran (die zusammen rd. 4% des derzeitigen weltweiten Angebots ausmachen), sowie die Erwartung eines möglicherweise nachlassenden Nachfragewachstums sorgen jedoch für erhebliche Preisvolatilität. Der im Verlauf des vergangenen Jahres verzeichnete Preisanstieg hat das Weltwirtschaftswachstum bereits etwas gebremst und die Inflation erhöht. Dieser Effekt könnte sich bei Eintreten weiterer Angebotsstörungen verstärken (siehe weiter unten).

Die Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung der jüngsten Zeit sowie die gestiegenen Abwärtsrisiken lassen insgesamt auf schwächere globale Wachstumsaussichten schließen. Dabei dürfte die Entwicklung in den führenden Volkswirtschaften allerdings unterschiedlich verlaufen. Das globale BIP-Wachstum wird den Projektionen zufolge allmählich von 3,7% im Jahr 2018 auf rd. 3½% in den Jahren 2019 und 2020 nachgeben, was ungefähr der Wachstumsrate des globalen Produktionspotenzials entspricht. Das Wachstum könnte aber noch schwächer ausfallen, wenn sich die Abwärtsrisiken verschärfen (siehe weiter unten) oder wenn die Investitionstätigkeit länger durch politische Unsicherheit gehemmt wird.

Zu der Wachstumsverlangsamung trägt neben den anhaltenden negativen Auswirkungen der Handelsspannungen, den ungünstigeren finanziellen Rahmenbedingungen und den höheren Ölpreisen auch die weniger akkommodierende Ausrichtung des makroökonomischen Kurses in den kommenden zwei Jahren bei. Nach einer Lockerung um 0,4% des BIP im Jahresverlauf 2018 wird für 2019 und 2020 im OECD-Median mit einem weitgehend neutralen fiskalpolitischen Kurs gerechnet<sup>2</sup>. Für 2019 wird in den Vereinigten Staaten, im Euroraum und im Vereinigten Königreich allerdings noch eine fiskalische Lockerung um rd. 0,4% des BIP erwartet; in Deutschland, Italien, Korea und einigen kleineren europäischen Volkswirtschaften dürfte diese Lockerung den Projektionen zufolge mindestens 0,5% des BIP ausmachen. Die geldpolitische Normalisierung dürfte in den meisten Volkswirtschaften, einschließlich der Vereinigten Staaten, ebenfalls fortgesetzt werden und im Euroraum beginnen.

Das starke Beschäftigungswachstum und die Effekte aktueller und früherer fiskal- und geldpolitischer Impulse dürften die Inlandsnachfrage in den fortgeschrittenen

Figure 1.3. **Global growth is set to ease gradually**

Note: Calculated using PPP weights. Commodity exporters include Argentina, Brazil, Colombia, Indonesia, Russia, Saudi Arabia, South Africa and other oil-producing economies.

Source: OECD Economic Outlook 104 database.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879520>

Volkswirtschaften zunächst weiter stützen. Allerdings werden die vermehrten Handelsspannungen, die höheren Ölpreise, das geschwächte Vertrauen und die erhöhte Unsicherheit voraussichtlich den Handel und die Investitionstätigkeit hemmen und somit die mittelfristigen Wachstumsaussichten schmälern. Darüber hinaus könnten zunehmende Kapazitätsengpässe, insbesondere aufgrund einer angespannten Arbeitsmarktlage, das Wachstum in einer Reihe von Ländern beeinträchtigen und den Inflationsdruck verstärken. Insgesamt dürfte sich das BIP-Wachstum im OECD-Raum zwischen 2018 und 2020 von rd. 2½% auf knapp unter 2% verlangsamen (Abb. 1.3, Teil A).

- Für die Vereinigten Staaten gehen die Projektionen davon aus, dass sich das BIP-Wachstum parallel zum Potenzialwachstum zwischen 2018 und 2020 von annähernd 3% auf knapp über 2% abschwächt, da die Impulse der fiskalischen Lockerung allmählich abklingen und die geldpolitische Normalisierung schrittweise fortgesetzt wird. Steuerreformen, höhere Staatsausgaben, ein gestiegenes Vertrauen und gute Arbeitsmarktbedingungen werden weiterhin die Inlandsnachfrage stützen. Die höheren Zölle lassen aber mittlerweile die Kosten der Unternehmen steigen und könnten das Investitionswachstum bremsen.
- Das Wachstum im Euroraum dürfte sich von rd. 2% im Jahr 2018 allmählich auf etwas mehr als 1½% im Jahr 2020 verlangsamen. Die akkommodierende Geldpolitik, eine leicht expansive Fiskalpolitik im Jahr 2019, ein solides Beschäftigungswachstum und günstige Finanzierungsbedingungen stützen die Binnennachfrage. Eine schwächere Auslandsnachfrage und höhere Politikunsicherheit beginnen jedoch bremsend zu wirken.
- In Japan wird für 2018 und 2019 mit einem BIP-Wachstum von rd. 1% gerechnet, da die hohen Unternehmensgewinne und die gravierenden Arbeitskräfteengpässe die Investitionstätigkeit ankurbeln. Für 2020 gehen die Projektionen von einer Verlangsamung auf knapp unter ¾% aus. Nach der geplanten Anhebung des Mehrwertsteuersatzes im Oktober 2019 dürften die Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung wieder aufgenommen werden. Die kurzfristigen Effekte werden aber z.T. durch höhere Sozialausgaben abgefedert.

In den Schwellen- und Entwicklungsländern scheinen die Wachstumsaussichten für den Zeitraum 2018-2020 insgesamt stabil (Abb. 1.3, Teil B), dahinter verbergen sich jedoch unterschiedliche Entwicklungen in den großen Volkswirtschaften. Besonders schwach sind die Wachstumsaussichten in Volkswirtschaften, die erheblichem Druck durch die Finanzmärkte ausgesetzt sind und in denen Unsicherheit über das zukünftige Reformtempo herrscht. Dagegen verbessern sich die Perspektiven für einige rohstoffexportierende Volkswirtschaften und insbesondere Ölförderländer.

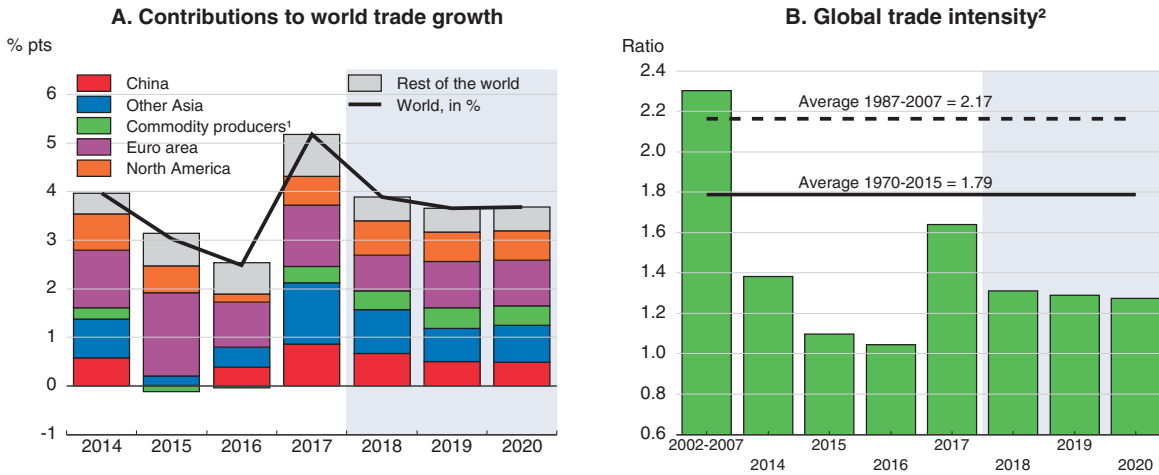
- In China dürfte sich das BIP-Wachstum bis 2020 allmählich auf 6% verlangsamen. Sowohl die Infrastrukturinvestitionen als auch das Kreditwachstum haben nachgelassen, die Bevölkerung im Erwerbsalter schrumpft und die Handelsspannungen werden voraussichtlich das Exportwachstum bremsen. Durch die unlängst ergriffenen Politikmaßnahmen wurden die finanziellen Rahmenbedingungen verbessert und es besteht nach wie vor Spielraum, bei Bedarf die fiskalischen Impulse zu erhöhen. Dies könnte jedoch den notwendigen Fremdkapitalabbau im Unternehmenssektor verzögern und die Risiken für die Finanzstabilität verschärfen.
- In Indien dürfte das kräftige Wachstum der Inlandsnachfrage, das durch die neuen Infrastrukturprogramme und die jüngsten Strukturreformen angekurbelt wird, dafür sorgen, dass das BIP-Wachstum 2019 und 2020 bei annähernd 7½% verharret.
- Für Brasilien gehen die Projektionen davon aus, dass sich das Wachstum im Zeitraum 2019-2020 allmählich auf 2-2½% beschleunigt, da der private Konsum durch eine niedrigere Inflation und anziehende Arbeitsmärkte angekurbelt wird. Die politische Unsicherheit ist nach wie vor groß. Eine Wiederaufnahme der Reformen, insbesondere der Rentenreform, würde aber zur Stärkung des Vertrauens beitragen.

Das Welthandelwachstum wird den Projektionen zufolge moderat bleiben und sich von rd. 4% im Jahr 2018 auf 3¼% in den Jahren 2019 und 2020 abschwächen, sofern sich die Handelsspannungen nicht verschärfen. Bei diesem Tempo würde die Handelsintensität im Vergleich zur Vorkrisenzeit zwar verhalten bleiben, im Großen und Ganzen aber dem durchschnittlichen Niveau der Jahre 2012-2017 entsprechen (Abb. 1.4). In China und anderen asiatischen Volkswirtschaften dürfte sich das Handelswachstum relativ deutlich verlangsamen, was z.T. durch den voraussichtlichen Effekt der in den Projektionen berücksichtigten Zölle und potenziellen Störungen regionaler Lieferketten bedingt ist. Falls 2019 weitere Handelshemmnisse zwischen den Vereinigten Staaten und China oder in anderen Staaten errichtet würden, könnte der Welthandel bis 2020 wesentlich stärker nachlassen (siehe weiter unten).

### **Die längerfristigen Wachstumsaussichten sind verhalten**

Das moderate Handelswachstum steht mit den verhalteneren Aussichten für die Investitionstätigkeit in vielen Volkswirtschaften in Einklang. Die Investitionsanreize werden durch Faktoren wie höhere Politikunsicherheit, niedrigere Konsenserwartungen für das zukünftige globale BIP-Wachstum<sup>3</sup>, eine abnehmende Geschäftsdynamik in mehreren Ländern (OECD, 2017a) sowie nachlassende Reformbemühungen zum Abbau wettbewerbs-hemmender Produktmarktregulierung (OECD, 2018a) geschmälert. In einem Kontext gestiegener Politikunsicherheit wird sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen im OECD-Raum von über 4% pro Jahr im Zeitraum 2017-2018 voraussichtlich auf knapp über 3% im Zeitraum 2019-2020 verlangsamen. Bei diesem Tempo wird das Wachstum des Nettokapitalstocks in den meisten Ländern geringer ausfallen als in der Zeit vor der Krise<sup>4</sup>. Die Aussichten für eine kräftigere Erholung der Investitionstätigkeit in den kommenden Jahren hängen stark von strukturpolitischen Entscheidungen ab. In einigen Ländern,



Figure 1.4. **Global trade is slowing and trade intensity remains modest**

1. Commodity producers include Argentina, Australia, Brazil, Chile, Colombia, Indonesia, Norway, New Zealand, Russia, Saudi Arabia, South Africa and other oil-producing countries.
2. World trade volumes for goods plus services; global GDP at constant prices and market exchange rates. Period averages are the ratio of average annual world trade growth to average annual GDP growth in the period shown.

Source: OECD Economic Outlook 104 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879539>

insbesondere Deutschland, sind zudem höhere öffentliche Infrastrukturinvestitionen erforderlich, um den Kapitalstock zu erhöhen und einer Zunahme der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte entgegenzuwirken.

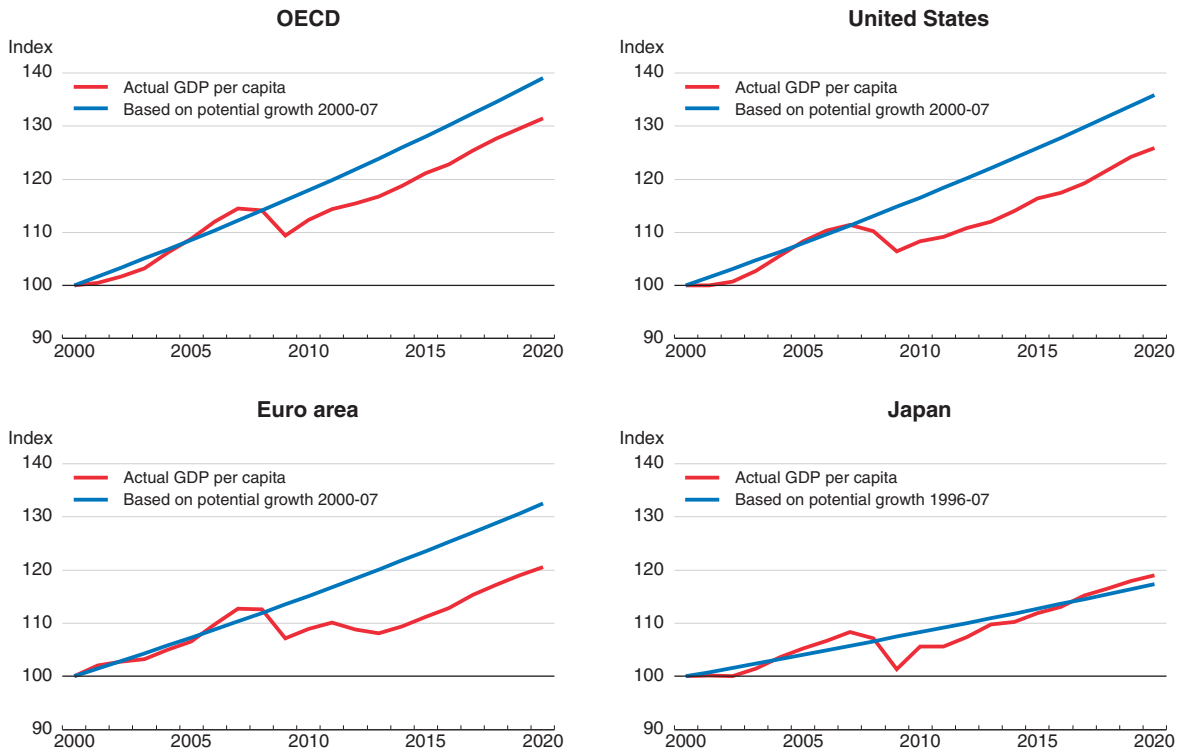
Diese Projektionen deuten darauf hin, dass die globale Finanzkrise den Lebensstandard in vielen Volkswirtschaften nachhaltig beeinträchtigt hat, obwohl die außerordentlichen geld- und finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen nach der Krise noch lange beibehalten wurden. In der Mehrzahl der OECD- und Nicht-OECD-Länder sind die Pro-Kopf-Einkommen nach wie vor niedriger als zu erwarten gewesen wäre, wenn die Wirtschaft in den letzten zehn Jahren weiter mit den vor der Krise verzeichneten Potenzialwachstumsraten expandiert hätte (Abb. 1.5). Zurückzuführen ist dies auf ungünstigere demografische Trends und auf die Auswirkungen der unterdurchschnittlichen Investitions- und Produktivitätsentwicklung der letzten zehn Jahre. Infolgedessen sind sowohl in fortgeschrittenen als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften die Aussichten auf einen kräftigen und anhaltenden Anstieg des Lebensstandards und der Einkommen auf mittlere und lange Sicht nach wie vor geringer als vor der Krise (Abb. 1.6).

### **Der Lohn- und Preisauftrieb dürfte zunehmen**

Angesichts schwindender Kapazitätsüberhänge wird in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit einem weiteren Anstieg des Lohn- und Preisauftriebs gerechnet, der jedoch dank gut verankerter Inflationserwartungen moderat bleiben dürfte. Konventionelle Schätzungen der ungenutzten volkswirtschaftlichen Kapazitäten, wie z.B. Produktions- und Arbeitslosigkeitslücken, lassen den Schluss zu, dass die Kapazitätsüberhänge in den meisten großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mittlerweile begrenzt sind und weltweit schrumpfen. Die Arbeitslosenquoten sind in der Mehrzahl der fortgeschrittenen Volkswirtschaften bereits unter ihr Vorkrisenniveau gesunken und vielfach sind sie niedriger als die geschätzten Gleichgewichtsquoten. Auch auf Umfragen basierende Indikatoren lassen angesichts sich abzeichnender Arbeitskräfteengpässe, insbesondere bei hoch qualifizierten

Figure 1.5. **The crisis has had a persistent impact on living standards**

Index 2000=100, per capita incomes in constant prices

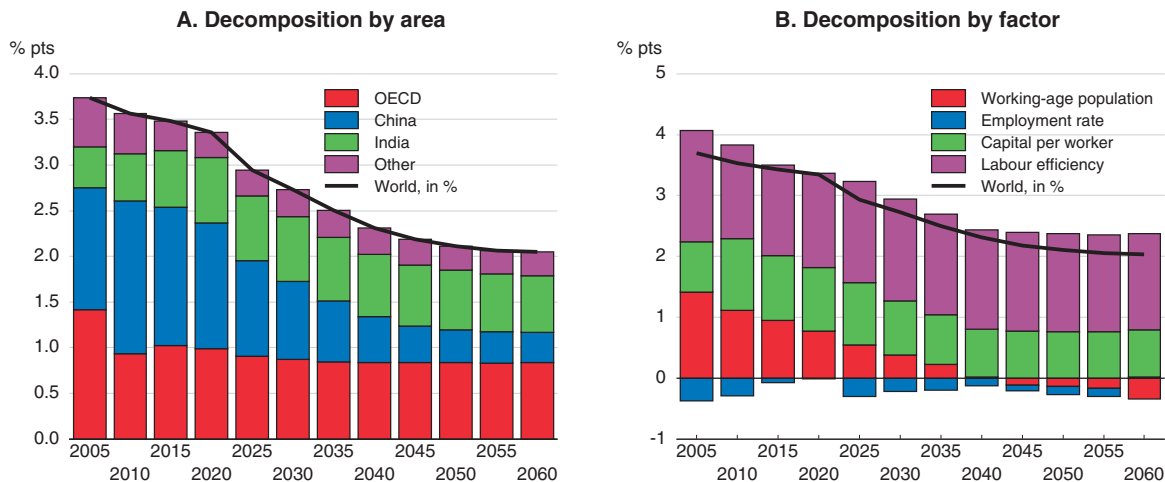


Note: The blue line shows a linear projection based on the average annual growth rate of potential GDP per capita in the 2000-2007 period for all countries, apart from Japan where the 1996-2007 average is used to ensure a comparison between cyclical peaks.

Source: OECD Economic Outlook 104 database; and OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933879558>

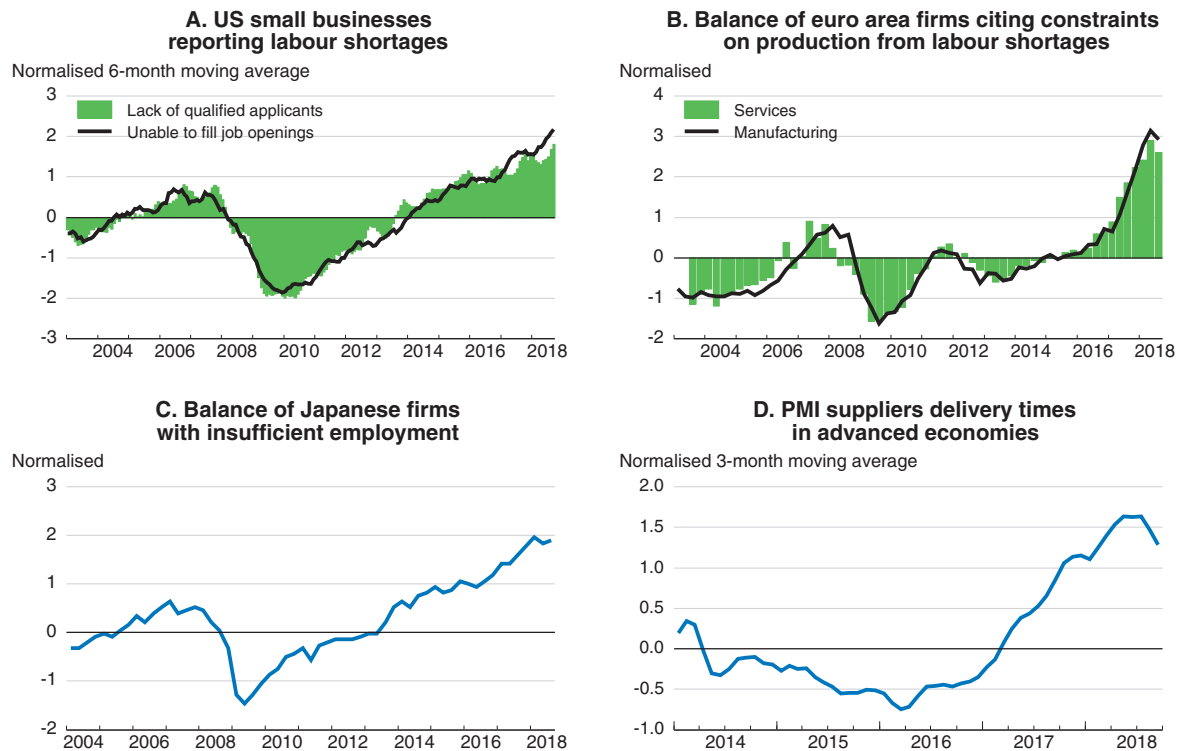
Figure 1.6. **Potential output growth is projected to slow under current policies**




Note: 'World' refers to an aggregate of 46 countries, which today account for about 82% of world output at PPPs.

Source: Guillemette, Y. and D. Turner (2018), "The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060", OECD Economic Policy Papers, No. 22.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933879577>

Figure 1.7. **Survey indicators point to rising capacity constraints**

Source: National Federation of Independent Business; European Commission; Bank of Japan; Markit; and OECD calculations.

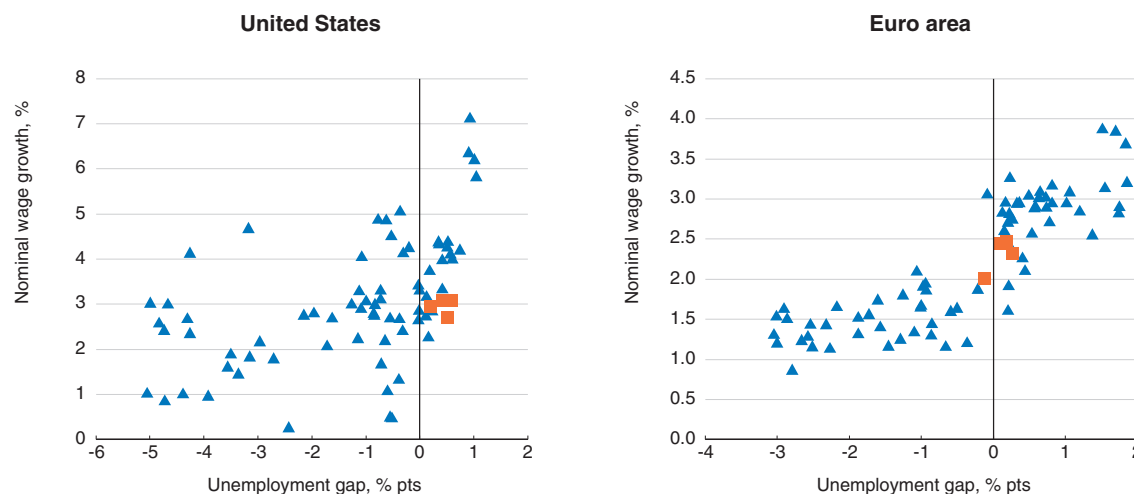
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879596>

Fachkräften (OECD, 2018b), und längeren Lieferzeiten bei Zulieferern (Abb. 1.7) auf wachsende Ressourcenknappheit schließen. Allerdings liegen die Erwerbsbeteiligungsquoten in einigen Ländern, insbesondere den Vereinigten Staaten, nach wie vor unter dem Vorkrisenniveau. In anderen Volkswirtschaften, vor allem in Europa, besteht noch Spielraum für eine Steigerung der geleisteten Arbeitsstunden.

Die Arbeitsmarktanspannung dürfte im Projektionszeitraum weiter zunehmen. Den Projektionen zufolge wird die Beschäftigung in den meisten Volkswirtschaften 2019-2020 weiter kontinuierlich wachsen, wenn auch in einem langsameren Tempo als in den vergangenen beiden Jahren. Im OECD-Durchschnitt wird mit einem Beschäftigungszuwachs von 0,9% pro Jahr gerechnet. Die Arbeitslosenquote des OECD-Raums dürfte bis Ende 2020 weiter auf 5% zurückgehen, womit sie fast  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkte niedriger wäre als die geschätzte langfristige Gleichgewichtsquote. Das Lohnwachstum zieht mittlerweile in den meisten OECD-Volkswirtschaften an, insbesondere in einer Reihe kleinerer europäischer Volkswirtschaften, in denen die Arbeitsmarktlage aufgrund eines raschen Nachfragewachstums sehr angespannt ist. Insgesamt dürfte der Anstieg der Reallöhne im OECD-Raum 2019-2020 bei durchschnittlich rd. 0,8% pro Jahr liegen und damit den jahresdurchschnittlichen Zuwachs von rd. 0,6% im Zeitraum 2017-2018 übertreffen.

Angesichts einer bei früheren Arbeitsmarktanspannungen bisweilen beobachteten nichtlinearen Zunahme des Lohnwachstums besteht das Risiko, dass das Wachstum der Löhne (oder anderer Kosten) stärker als erwartet ausfallen und den Inflationsdruck verstärken könnte (Abb. 1.8). Inwiefern sich dies in den Preisen niederschlägt, hängt auch davon

Figure 1.8. Wage growth could pick up quickly as labour markets tighten



Note: Year-on-year wage growth and the unemployment gap over 2000Q1-2018Q4. The orange dots are the observations for 2018. The unemployment gap is measured as the estimated NAIRU less the actual unemployment rate; wages are compensation per employee.

Source: OECD Economic Outlook 104 database; and OECD calculations.

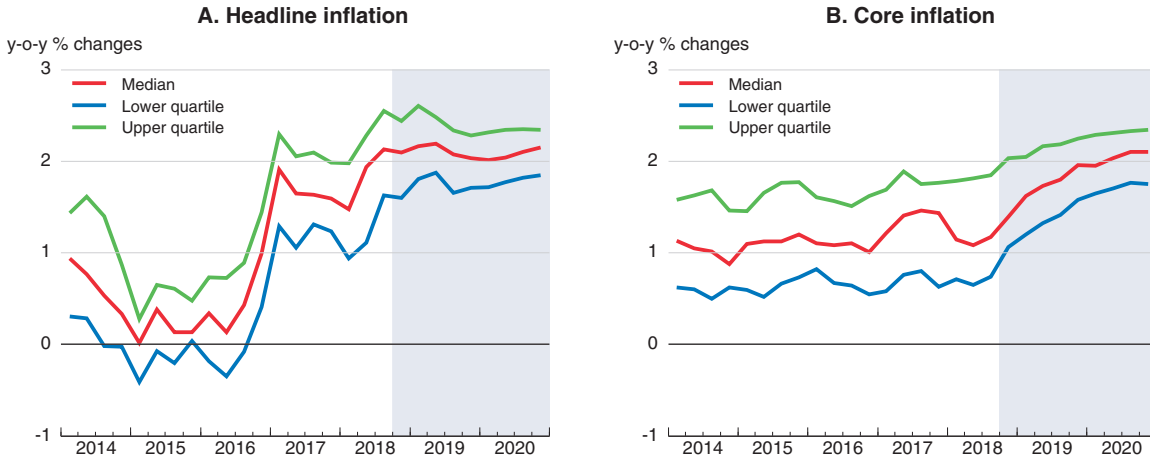
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879615>

ab, wie sich das Produktivitätswachstum entwickelt und inwieweit es den Unternehmen möglich ist, höhere Arbeitskosten in ihren Margen zu absorbieren. Ein stärkeres Wachstum der Arbeitsproduktivität würde helfen, den Effekt eines schnelleren Lohnwachstums zu kompensieren, und den Anstieg der Lohnstückkosten begrenzen.

In vielen Ländern wachsen die Reallöhne schon seit einiger Zeit langsamer als die Produktivität, weshalb der Lohnkostendruck verhalten blieb. Allerdings ist auch das Produktivitätswachstum deutlich schwächer als vor der Krise. Dies hängt, wie in Kapitel 2 erörtert, mit der Ausweitung globaler Wertschöpfungsketten, dem technologischen Wandel und den wachsenden Marktanteilen einer Reihe hochproduktiver, kapitalintensiver Unternehmen mit niedrigem Arbeitskräfteanteil zusammen. Es ist jedoch noch unsicher, in welchem Umfang sich die beobachtete Mäßigung des gesamtwirtschaftlichen Lohn- und Preisauftriebs insgesamt durch diese grundlegenden Veränderungen erklären lässt.


Die Verbraucherpreisinflation hat in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften mittlerweile einen Medianwert von fast 2% erreicht. Dies ist unter anderem auf den Effekt des starken Rohstoffpreisanstiegs im Verlauf des vergangenen Jahres zurückzuführen (Abb. 1.9, Teil A). Die Kerninflation ist mit einem Medianwert von 1-1¼% niedriger, dürfte aber den Projektionen zufolge angesichts schwindender Kapazitätsüberhänge und des allmählich anziehenden Wachstums der Lohnstückkosten bis zur zweiten Jahreshälfte 2020 auf über 2% steigen (Abb. 1.9, Teil B). Für die Vereinigten Staaten, wo die Arbeitsmarktlage ohnehin schon angespannt ist und der Preisdruck in einigen Sektoren durch neue Zölle verschärft wird, gehen die Projektionen davon aus, dass Gesamt- und Kerninflation einen Höhepunkt von knapp unter 2½% erreichen. In den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich die Verbraucherpreisinflation aufgrund von Währungsabwertungen und höheren Rohstoffpreisen beschleunigt, dürfte sich aber unter dem Einfluss einer restriktiveren Geldpolitik wieder mäßigen.

Figure 1.9. Inflation is projected to rise modestly in the advanced economies



Note: Based on a sample of 31 advanced economies. Data for Japan exclude the impact of the consumption tax increase in 2014 and the increase assumed to be implemented in October 2019.

Source: OECD Economic Outlook 104 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879634>

## Entscheidende Fragen und Risiken

### ***Eine Verschärfung der Handelsbeschränkungen wäre mit erheblichen Kosten verbunden***

Die Zunahme der Handelsspannungen und der Unsicherheit über die Handelspolitik stellt weiterhin ein erhebliches Abwärtsrisiko für die weltweite Investitionstätigkeit, die Beschäftigungsentwicklung und den Lebensstandard dar. Höhere Handelsschranken wirken sich negativ auf den Lebensstandard der Verbraucher und insbesondere der einkommensschwachen Haushalte aus und erhöhen die Produktionskosten der Unternehmen. Höhere Zollsätze auf Vorleistungen können besonders kostspielig sein, wenn der Produktionsprozess in globalen Wertschöpfungsketten auf mehrere Länder aufgeteilt ist (OECD, 2017b).

Seit Beginn des Jahres sind bereits mehrere Zölle und Retorsionsmaßnahmen in Kraft getreten, und in den kommenden Monaten könnten noch mehr eingeführt werden (Kasten 1.1). Obwohl die direkten gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der in diesem Jahr eingeführten restriktiven handelspolitischen Maßnahmen erst langsam spürbar werden, sind in den Sektoren, in denen höhere Zollsätze eingeführt oder angekündigt wurden, bereits einige Effekte und Verzerrungen zu erkennen. Das volumenmäßige Wachstum der US-Warenimporte aus China beginnt sich zu verlangsamen, und die Inlandspreise einiger betroffener Produkte sind in den Vereinigten Staaten stark gestiegen (Abb. 1.10).

Mit dem globalen makroökonomischen Modell NiGEM durchgeführte Simulationen verdeutlichen die negativen Effekte, die höhere Zölle kurzfristig auf die weltweite Produktion und den Welthandel haben können (vgl. auch OECD, 2018b). Außerdem veranschaulichen sie, inwieweit sich diese Effekte verstärken könnten, wenn Zollerhöhungen zu größerer Unsicherheit führen, die die Investitionstätigkeit weltweit dämpft.

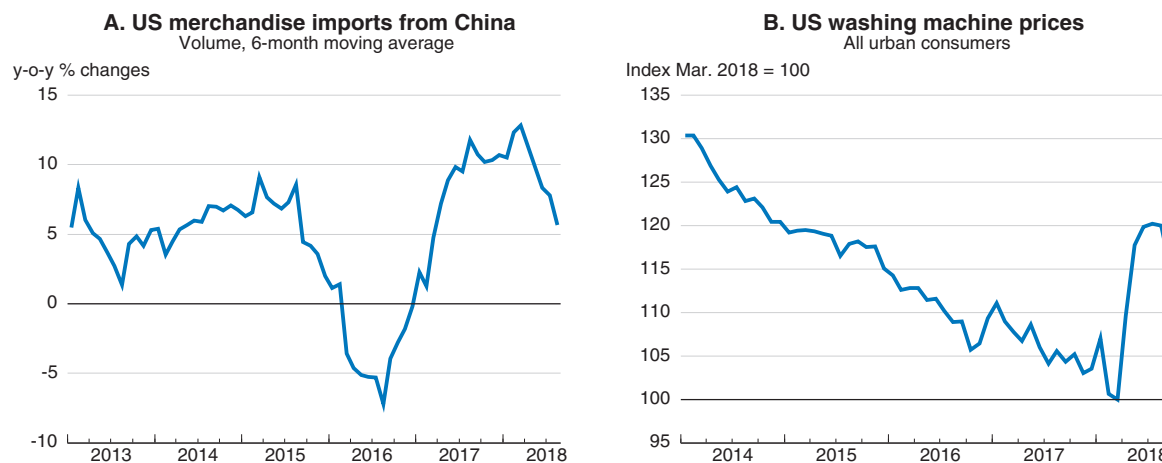
- Die in diesem Jahr von den Vereinigten Staaten und China bereits eingeführten Zölle werden das Wachstum verlangsamen und die Inflation erhöhen (Abb. 1.11). 2020-2021 könnte die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Vereinigten Staaten und in China rd. 0,2-0,3% niedriger sein, als dies sonst der Fall wäre, wobei der Welthandel um

### Kasten 1.1 Die Handelsbeschränkungen haben in diesem Jahr zugenommen

In den großen Volkswirtschaften ist die Zahl neuer Handelsbeschränkungen 2017-2018 insgesamt gestiegen und es werden deutlich mehr Produkte erfasst als 2016-2017 (OECD-UNCTAD-WTO, 2018). Ein erheblicher Anteil der neuen Maßnahmen wurde im bilateralen Handel zwischen den Vereinigten Staaten und China ergriffen, und es besteht das Risiko, dass diese Maßnahmen in den kommenden Monaten weiter verschärft werden.

- Die ersten von den Vereinigten Staaten eingeführten neuen Zölle betrafen die Einfuhr von Solarpanelen und Waschmaschinen (Februar) sowie Stahl und Aluminium (März), wobei für letztere einige Ausnahmen gelten. Die Einfuhren dieser Waren in die Vereinigten Staaten beliefen sich 2017 auf rd. 60 Mrd. USD. Einige von den Zöllen auf Stahl und Aluminium betroffene Länder haben Vergeltungszölle eingeführt.
- Die Vereinigten Staaten führten anschließend weitere Zölle auf eine Reihe importierter Waren aus China ein. Im Juli und August wurden Zölle in Höhe von 25% auf Einfuhren im Wert von 50 Mrd. USD eingeführt. Im September wurden weitere Einfuhren im Wert von 200 Mrd. USD mit einem Zoll von 10% belegt, der im Januar 2019 auf 25% angehoben werden könnte. Die Projektionen des Basisszenarios berücksichtigen den ab September geltenden Zollsatz von 10%, gehen jedoch davon aus, dass die für nächsten Januar geplante Anhebung nicht stattfindet (Anhang 1.1). Es besteht außerdem das Risiko, dass auch die restlichen US-Wareneinfuhren aus China (rd. 260 Mrd. USD im Jahr 2017) mit einem Zoll von 25% belegt werden. Sollte es zu diesen Zollanhebungen kommen, würden die Zölle auf einen breiten Fächer von Konsumgütern sowie auf die Vorleistungsgüter steigen, die im Fokus der dieses Jahr eingeführten Zölle standen.
- Im Gegenzug kündigte China höhere Zölle auf Einfuhren aus den Vereinigten Staaten im Wert von 110 Mrd. USD an, was jedoch teilweise durch eine Senkung von Zöllen auf Einfuhren aus anderen Ländern ausgeglichen wird. Zusätzliche Maßnahmen der Vereinigten Staaten könnten China dazu veranlassen, die Zollsätze auf die betreffenden Kategorien von Einfuhren aus den Vereinigten Staaten weiter zu erhöhen oder seine restlichen Wareneinfuhren aus den Vereinigten Staaten (rd. 40 Mrd. USD im Jahr 2017) mit Zollsätzen von bis zu 25% zu belegen.
- Die Europäische Union, Japan und viele andere an regionalen Lieferketten beteiligte Volkswirtschaften sind ebenfalls von diesen bilateralen Zöllen und den damit verbundenen Verschiebungen der Handelsströme betroffen, insbesondere falls weitere Zölle auf die Einfuhr von Autos, Lastwagen und Autoteilen eingeführt werden sollten.

Figure 1.10. Tariffs are already visible in US trade and price data



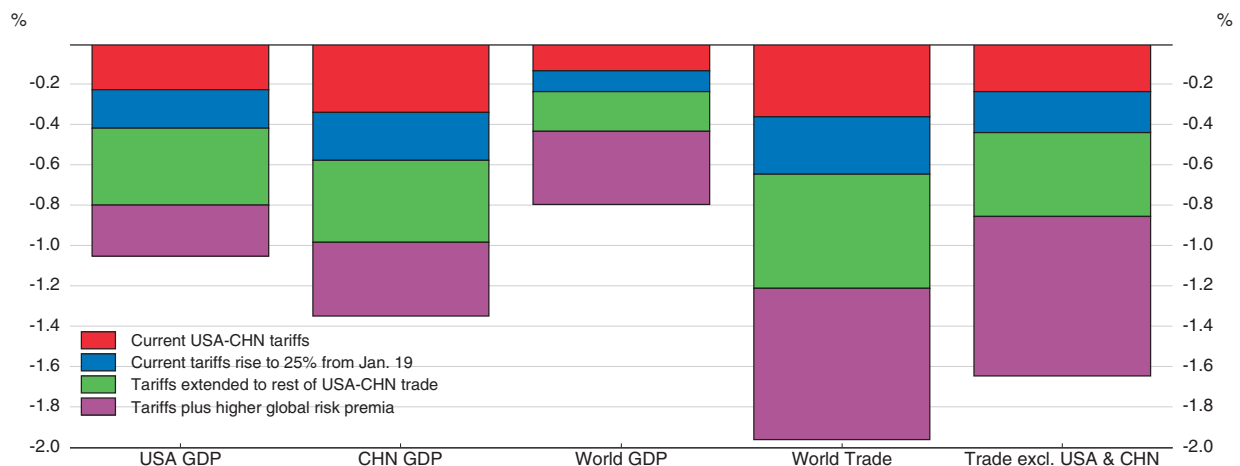
Source: United States International Trade Commission; Bureau of Labor Statistics; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879653>

rd. 0,4% niedriger ausfallen würde und das Importvolumen der Vereinigten Staaten und Chinas zusammengenommen um rd. ¾% zurückgehen könnte. Höhere Zölle treiben außerdem die Kosten für die Erzeuger und die Preise für die Verbraucher in die Höhe. In den Vereinigten Staaten ist der Verbraucherpreisauftrieb 2019 und 2020 um jeweils 0,2 Prozentpunkte höher. Die Auswirkungen der bilateralen Zölle zwischen den Vereinigten Staaten und China auf den Handel und die gesamtwirtschaftliche Produktion in anderen Volkswirtschaften sind relativ schwach, aber negativ. Längerfristig dürften andere Länder von einer verbesserten Wettbewerbsposition auf dem US-Markt profitieren, kurzfristig ist der Einkommenseffekt des Nachfragerückgangs in den Vereinigten Staaten und in China jedoch stärker als der Substitutionseffekt, und das Handels- und Produktionswachstum geht in allen Volkswirtschaften zurück.

- Die negativen Auswirkungen der Zölle würden deutlich zunehmen, wenn die Vereinigten Staaten die Zölle auf Warenimporte aus China im Wert von 200 Mrd. USD ab Januar 2019 auf 25% erhöhen würden und China Retorsionsmaßnahmen ergreift (Kasten 1.1). Dadurch würde sich der Effekt auf das BIP in den Vereinigten Staaten und in China 2020 und 2021 fast verdoppeln (Abb. 1.11), wobei der Welthandel um mehr als 0,6% zurückgehen würde. Die Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten wären 2020 rd. 0,6% höher, als dies sonst der Fall wäre.
- Außerdem besteht das Risiko, dass die Vereinigten Staaten anschließend Zölle von 25% auf die restlichen Einfuhren aus China erheben und dass China Zölle in Höhe von 25% auf die restlichen Importe aus den Vereinigten Staaten einführt (Kasten 1.1). In diesem Szenario (das in den Simulationen ab Juli 2019 eintritt) sind die kurzfristigen Kosten deutlich höher und weitreichender. Der Welthandel liegt mehr als 1¼% unter dem Niveau des Basisszenarios, und das Importvolumen geht in den Vereinigten Staaten und in China 2020 und 2021 um mehr als 2% zurück (Abb. 1.11). In den Vereinigten Staaten könnte das

Figure 1.11. **The adverse effects of higher tariffs could intensify**  
Impact on GDP and trade by 2021, per cent difference from baseline



Note: The first scenario shows the impact of the tariffs imposed on bilateral US-China trade in 2018 up to the end of September. The second scenario shows the additional impact of the United States raising tariffs on \$200 billion of imports from China from 10% to 25% from January 2019 (with reciprocal action by China on \$60 billion of imports from the United States). The third scenario shows the additional impact if tariffs of 25% are imposed on all remaining bilateral non-commodity trade between China and the United States from July 2019. The final scenario adds in the impact from a global rise of 50 basis points in investment risk premia that persists for three years before fading slowly thereafter.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933879672>

BIP 2021 rd.  $\frac{3}{4}$ % unter dem Basisszenario liegen, wobei die Unternehmensinvestitionen um rd. 2% zurückgehen und die Verbraucherpreise um 0,9% ansteigen. Enge Handelspartner wie Kanada und Mexiko würden durch den Abschwung in den Vereinigten Staaten beeinträchtigt; ihr BIP würde 2020 und 2021 um rd.  $\frac{1}{4}$ % unter dem Basisszenario liegen.

- Die erhöhte Unsicherheit über die Handelspolitik und die Sorge, dass ein wesentlich breiteres Spektrum von Waren mit höheren Zollsätzen belegt wird, könnten die Investitionspläne der Unternehmen weltweit beeinträchtigen (Berthou et al., 2018; EZB, 2018). Ein dreijähriger Anstieg der Risikoprämien in allen Ländern um 50 Basispunkte würde die Kapitalkosten erhöhen und die negativen Auswirkungen der Zölle auf die gesamtwirtschaftliche Produktion verstärken. Das globale BIP würde dann 2021 rd. 0,8% unter dem Niveau des Basisszenarios liegen und der Welthandel würde um rd. 2% geringer ausfallen (Abb. 1.11). Im OECD-Raum würden sich die Unternehmensinvestitionen 2020-2021 durchschnittlich um fast  $2\frac{3}{4}$ % verringern<sup>5</sup> und in den Vereinigten Staaten würde die Investitionstätigkeit um  $3\frac{3}{4}$ % sinken.
- In diesen Simulationsrechnungen tragen die Verbraucher in den Vereinigten Staaten infolge höherer Preise kurzfristig die Hauptlast der Zölle. Wenn die chinesischen Exporteure die Preise ihrer Produkte vollständig an die Preise auf dem US-Markt anpassen, würden die Exporteure (und ihre Zulieferer) die Kosten der Zölle tragen. In diesem Fall wären die Auswirkungen auf das Wachstum und die Inflation in den Vereinigten Staaten geringer, das Wachstum in China würde wegen des Terms-of-Trade-Verlusts jedoch stärker beeinträchtigt.

Diese Schocks haben Auswirkungen auf die makroökonomische Politik. Wie stark die Geldpolitik auf höhere Zölle reagiert, hängt davon ab, ob es sich um eine einmalige Änderung des Preisniveaus handelt, oder ob es zu weiterreichenden Zweitrundeneffekte auf Löhne, Preise und Inflationserwartungen kommt. Dies wird wahrscheinlicher, wenn die Zölle auf einen breiten Fächer von Konsum- und Vorleistungsgütern erhöht werden. In den Vereinigten Staaten ist die Geldpolitik in allen betrachteten Simulationsrechnungen einige Zeit straffer ausgerichtet, als dies sonst der Fall wäre, und der US-Dollar wertet leicht auf. Im Szenario mit zwei weiteren Zollerhöhungsrunden im Jahr 2019 ist der Anstieg der Leitzinsen in den Vereinigten Staaten um rd.  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkte höher als im Basisszenario, um die Auswirkungen der steigenden Importkosten auf den Lohn- und Preisauftrieb zu begrenzen. Der effektive Wechselkurs der Vereinigten Staaten wertet um 2% auf, was den Druck der Finanzmärkte auf die aufstrebenden Volkswirtschaften verstärkt. In anderen Ländern führen Währungsabwertungen gegenüber dem US-Dollar ebenfalls zu einem Anstieg der Importpreise und einer leichten geldpolitischen Straffung. Außerdem führen die Zölle zu zusätzlichen Staatseinnahmen: 2019 könnten die dieses Jahr eingeführten Zölle (einschließlich der Zölle auf Stahl und Aluminium) Einnahmen von rd.  $\frac{1}{4}$ % des BIP generieren; in den Szenarien mit zusätzlichen Zöllen im nächsten Jahr fällt dieser Betrag noch höher aus. Dies wird jedoch teilweise durch den Rückgang der Wirtschaftstätigkeit ausgeglichen.

Der aus der Einführung höherer Zölle resultierende Rückgang der Handelsintensität könnte mittelfristig auch einige negative Auswirkungen auf die Produktivität und den Lebensstandard haben, indem er den Wettbewerb verringert, die Spezialisierungsmöglichkeiten reduziert und die grenzüberschreitende Verbreitung von Ideen verlangsamt (Haugh et al., 2016; Guillemette und Turner, 2018)<sup>6</sup>. Im Gegensatz dazu könnten Zollsenkungen breit basierte Vorteile mit sich bringen (OECD, 2018c). Zusätzliche Maßnahmen zur Verstärkung der nichttarifären Handelshemmnisse, die in vielen Ländern bereits höher sind als die Zölle, würden den Kreis der von den Auswirkungen der Handelsbeschränkungen betroffenen Sektoren vergrößern und deren mittelfristige Kosten erhöhen (Kasten 1.2).

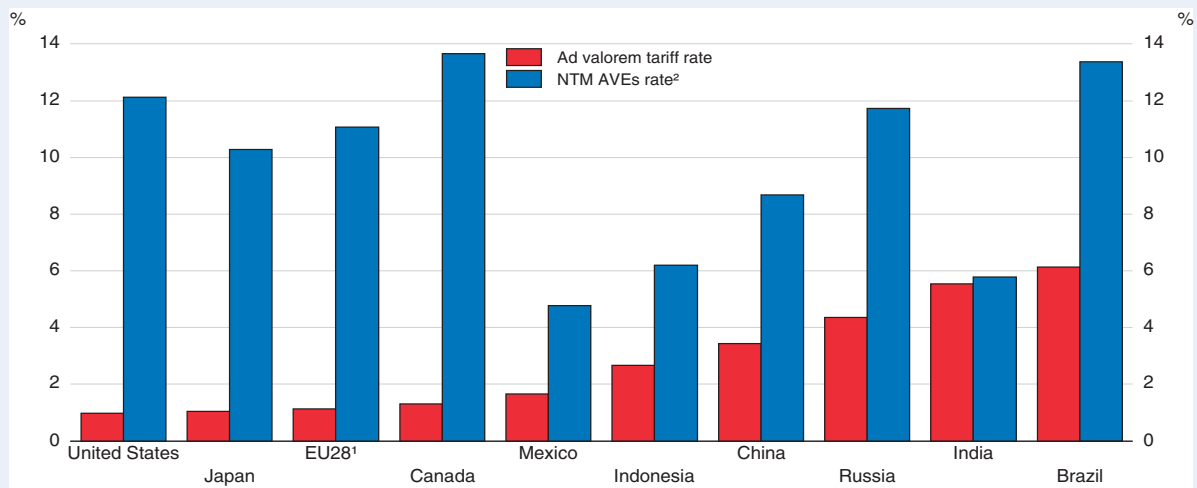


### Kasten 1.2 Nichttarifäre Maßnahmen und Handel

Der Begriff „nichttarifäre Maßnahmen“ (NTM) bezieht sich auf Maßnahmen, die sich im Hinblick auf Zweck, Rechtsform und wirtschaftlichen Effekt unterscheiden können. Er umfasst sämtliche Politikmaßnahmen, bei denen es sich nicht um Zölle und Zollkontingente handelt und die sich mehr oder weniger direkt auf den Preis und/oder das Volumen gehandelter Güter auswirken. NTM sind im Allgemeinen die Folge einer innerstaatlichen Regulierung, die darauf abzielt, die Auswirkungen von Marktunvollkommenheiten, etwa im Zusammenhang mit negativen Externalitäten, Informationsasymmetrien und Risiken für die menschliche, tierische oder pflanzliche Gesundheit, zu überwinden oder zu reduzieren. Sie erhöhen in der Regel auch die Produktions- und Handelskosten und können – positive oder negative – Auswirkungen auf die Entwicklung neuer Technologien bzw. Produktionsmethoden haben.

Jüngste OECD-Schätzungen der Wertzolläquivalente von NTM zeigen, dass das derzeitige Niveau der NTM in den meisten Volkswirtschaften mehr als doppelt so hoch ist wie das der Zölle (Abb. 1.12). Der internationale Waren- und Dienstleistungshandel kann also stark von NTM beeinflusst werden – sowohl positiv als auch negativ. Da NTM sowohl positive als auch negative Auswirkungen auf den Handel haben können, ist es jedoch nicht zielführend, von den Regierungen zu erwarten, dass sie die NTM genauso abbauen wie die Zölle. So kann beispielsweise eine verbindliche Kennzeichnung zur Überwindung von Informationsasymmetrien die Kosten der Unternehmen erhöhen, aber zugleich ein Gütesiegel darstellen, das das Vertrauen der Verbraucher in ausländische Produkte stärkt.

Figure 1.12. **Tariff and NTM estimates for selected economies**



1. Excludes Intra-EU trade.

2. Includes 4 types of non-tariff measures (NTMs) – Sanitary and Phytosanitary, Technical Barriers to Trade, border control measures, and quantitative restrictions.

Source: Tariff data are taken from the METRO model database. NTMs estimates are from Cadot et al. (2018), “Estimating Ad Valorem Equivalents of Non-Tariff Measures: Combining Price-Based and Quantity-Based Approaches”, OECD Trade Policy Papers, No. 215.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879691>

Es bestehen jedoch Möglichkeiten, den internationalen Handel zu steigern, indem die Kosten von NTM so reduziert werden, dass die Staaten ihre Ziele weiter erreichen können. Das Problem sind effektiv nicht unbedingt die Ziele der Regulierung, denn sie können in mehreren Ländern identisch sein. Problematisch ist vielmehr, dass Unternehmen, die Zugang zu mehreren Märkten erlangen möchten, mit höheren Kosten konfrontiert sind, wenn sie dazu unterschiedliche mit Regulierungsmaßnahmen verbundene Standards oder Methoden befolgen müssen. Diese Kosten können sich aus unterschiedlichen Produkt- und Produktionsanforderungen, Konformitätsbewertungen und Zertifizierungs- oder Informationsanforderungen

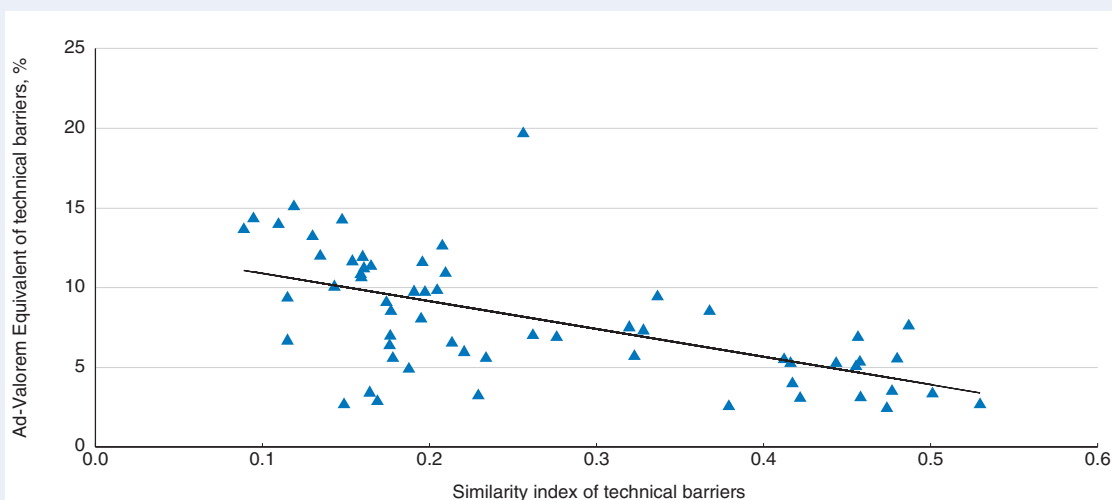
(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

für den Zugang zu neuen Märkten ergeben. Solche Anforderungen können für Kleinst-, Klein- und Mittelunternehmen, für die die mit der Beschaffung der erforderlichen Informationen verbundenen Kosten unverhältnismäßig hoch sein können, eine besonders große Belastung darstellen.


Immer mehr Daten, darunter neue Schätzungen der OECD, deuten darauf hin, dass eine verringerte regulatorische Heterogenität zu geringeren Handelskosten führt (OECD, 2017c; Cadot et al., 2018). Anhand einer Messgröße der regulatorischen Distanz zeigen Cadot et al. (2018) auf, dass die geschätzten Wertzolläquivalente mehrerer NTM tendenziell höher sind, wenn die Regulierungsunterschiede größer sind (Abb. 1.13). Folglich besteht Spielraum, die Handelskosten durch eine Reduzierung der regulatorischen Unterschiede zu senken, was u.a. durch verschiedene Formen internationaler regulatorischer Zusammenarbeit geschehen kann. Die Kosten und Vorteile einer zunehmenden Annäherung und eines Abbaus der regulatorischen Heterogenität werden auch in aktuellen Arbeiten zu präferenziellen Handelsabkommen aufgezeigt. Diese ergaben, dass die Zusammenarbeit der Länder im Bereich der sanitären und phytosanitären Maßnahmen sowie der technischen Handelshemmnisse starke positive Auswirkungen auf die bilateralen Handelsströme hat.

Figure 1.13. Price effects and regulatory similarity with partners



Note: Regulatory similarity is measured by scoring if a country pair has the same measure on a given product at six digits of the Harmonized Commodity Description and Coding Systems (index =1) or not (index = 0). The scores are subsequently aggregated and normalised to a number between zero and one.

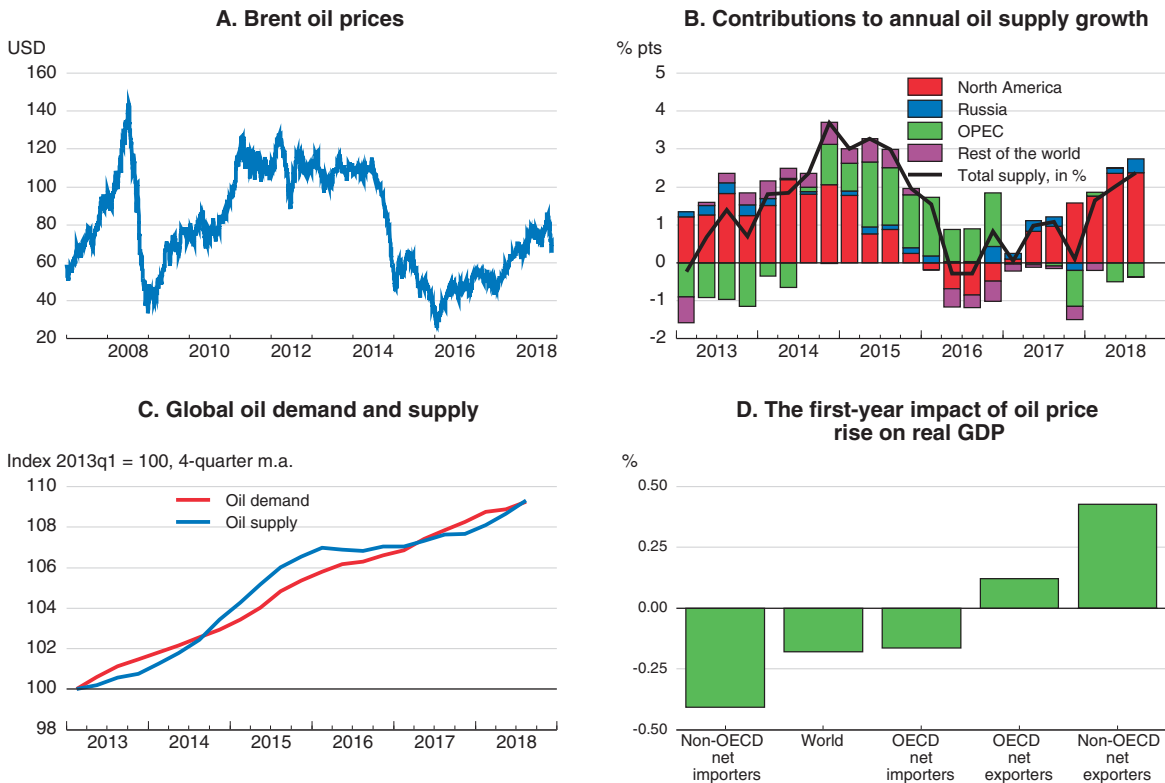
Source: Cadot et al. (2018), "Estimating Ad Valorem Equivalents of Non-Tariff Measures: Combining Price-Based and Quantity-Based Approaches", OECD Trade Policy Papers, No. 215.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879710>

### Steigende Ölpreise stellen nach wie vor ein Abwärtsrisiko dar


Die Ölpreise sind trotz der kräftigen Förderzuwächse in den Vereinigten Staaten und in Russland seit Beginn des Jahres gestiegen. Dies ist auf ein andauerndes Nachfragewachstum, Angebotsstörungen in Venezuela und Unsicherheit über die Auswirkungen der Sanktionen auf die Ölförderung im Iran zurückzuführen (Abb. 1.14, Teil A und B). Die OPEC-Länder und einige Nicht-OPEC-Förderländer haben im Mai zwar vereinbart, die Angebotsbeschränkungen zu lockern, die Kapazitätsreserven sind jedoch deutlich zurückgegangen. Dadurch wird der Ölmarkt anfällig für größere Angebotsstörungen, die den Preisdruck kurzfristig erhöhen könnten (Abb. 1.14, Teil C).

Figure 1.14. **Supply disruptions could push up oil prices, with a negative impact on global activity**



Note: In panel D, the results are from the NiGEM model based on an increase of 20 USD per barrel in oil prices, beginning in 2019. A negative shock on the investment risk premium is also applied for two years in Canada to better account for the investment boost in the oil sector such a shock is likely to produce. The OECD net importers group includes the euro area, Australia, the Czech Republic, Hungary, Japan, Korea, Mexico, New Zealand, Poland, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States. The OECD net exporters group includes Canada, Denmark and Norway. The non-OECD net importers group includes Brazil, China, India, Indonesia and South Africa. The non-OECD net exporting group includes Russia and the NiGEM regional groups for Africa, the Middle East and the CIS countries. Country groups are weighted together using purchasing power parities.

Source: OECD Main Economic Indicators database; Thomson Reuters; IEA, Monthly Oil Data service; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879729>

Ein Anstieg der Ölpreise führt zu einer Reallokation der Einkommen zwischen Ölproduzenten und Ölverbrauchern. Höhere Ölpreise lassen die Produktionskosten und die Verbraucherpreise in allen Volkswirtschaften steigen, die Erdölförderländer dürften jedoch von zusätzlichen Investitionen im Ölsektor und höheren Exporteinnahmen profitieren. Der Nettoeffekt steigender Ölpreise auf die Weltkonjunktur ist jedoch voraussichtlich negativ, da die Konsumneigung der Ölimportländer im Allgemeinen größer ist als die der Ölproduzenten.

Mit dem NiGEM-Modell durchgeführte Simulationsrechnungen verdeutlichen die Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs um 20 USD je Barrel während eines Zeitraums von 5 Jahren ab 2019. Es wird unterstellt, dass die Geldpolitik und die Wechselkurse endogen reagieren. Der Ölpreisschock belastet den Handel, was bis 2020 zu einem Rückgang des Welthandelsvolumens um 1% führt. Die weltweite Produktion ist 2019 und 2020 ebenfalls niedriger, wobei die Auswirkungen auf die einzelnen Länder variieren (Abb.1.14, Teil D).

- In den Nettoölimportländern belasten höhere Ölpreise die Investitionstätigkeit, den Konsum und die Exportvolumen. Die Auswirkungen sind in den Nettoölimportländern außerhalb des OECD-Raums am größten, weil Energie dort im Warenkorb und bei den Produktionsmethoden eine größere Bedeutung hat.

- In den Vereinigten Staaten, die nach wie vor Nettoölimporteur sind, haben höhere Ölpreise einen negativen Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktion, da die Ölpreise relativ stark an die Verbraucher- und Erzeugerpreise weitergegeben werden. Die Modellrechnungen unterzeichnen jedoch möglicherweise den durch höhere Ölpreise hervorgerufenen kurzfristigen Investitionsschub in der Tight-Oil-Förderung.
- Die Nettoölexportländer profitieren von höheren Ölpreisen, weil dadurch ihre Steuer- und Exporteinnahmen steigen. Der Konjunkturschub ist in den Nettoölexportländern, die nicht dem OECD-Raum angehören, besonders groß, da diese Länder im Durchschnitt weniger diversifiziert sind als die OECD-Länder und der Ölsektor dort einen größeren Teil der Volkswirtschaft ausmacht.
- Die Inflation würde im ersten Jahr nach einem Ölpreisschock ebenfalls deutlich steigen, um rd.  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkte in den OECD-Volkswirtschaften und um 0,4 Prozentpunkte in den Nicht-OECD-Volkswirtschaften.

Einige Studien lassen darauf schließen, dass Ölpreisschwankungen auch die Inflationserwartungen der privaten Haushalte und der Märkte beeinflussen können (Coibion und Gordnichenko, 2015). Der von 2014-2016 verzeichnete Rückgang des Ölpreises ging in der Tat mit einem Rückgang der langfristigen marktbasieren Inflationserwartungen im gleichen Zeitraum einher. Dies lässt Besorgnis im Hinblick auf die möglichen langfristigen Auswirkungen des im vergangenen Jahr verzeichneten Ölpreisanstiegs auf die Inflationserwartungen aufkommen. Die Korrelation könnte allerdings auf andere Faktoren zurückzuführen sein, die beiden Entwicklungen zugrunde liegen. Es ist wichtig, zwischen „angebotsinduzierten“ und „nachfrageinduzierten“ Ölpreisanstiegen zu unterscheiden. Einige empirische Studien zeigen, dass in der Regel nur letztere einen signifikanten Einfluss auf die längerfristigen Erwartungen haben (Perez-Segura und Vigfusson, 2016; Conflitti und Cristadoro, 2018). Dies steht in Einklang mit der Theorie, dass angebotsinduzierte Preiserhöhungen die Wirtschaftstätigkeit bremsen, was die längerfristigen Inflationserwartungen reduzieren könnte.

### **Es zeigen sich wieder finanzielle Anfälligkeiten**

#### ***Die Risiken einer plötzlichen Verschlechterung der finanziellen Rahmenbedingungen dauern an***

Steigende Marktzinsen und sinkende Vermögenspreise sind normale Anpassungsprozesse während einer geldpolitischen Straffung. Die damit verbundene Zunahme der Volatilität könnte die Finanzstabilität jedoch gefährden, da die Korrektur der Vermögenspreise sich verstärken und auf verschiedene Anlageklassen und Länder ausweiten könnte, was Schwachstellen zutage treten ließe. Diese Risiken sind derzeit hoch. Die Geldpolitik war in den großen OECD-Volkswirtschaften lange sehr akkommodierend ausgerichtet. Dadurch blieben die langfristigen Renditen von Staatsanleihen niedrig (auch wenn sie in einigen Ländern jüngst gestiegen sind), während die Risikobereitschaft stieg.

Die jüngsten Reformanstrengungen haben das Bankensystem zwar widerstandsfähiger gegenüber Schocks gemacht, einige Risiken wurden jedoch auf Nichtbanken-Finanzinstitute verlagert. Institutionelle Anleiheinvestoren, einschließlich Pensionsfonds, sind anfälliger gegenüber Zinsanhebungen geworden, da sie riskantere Schuldtitel gekauft und die Laufzeiten verlängert haben. Investmentfonds und börsengehandelte Fonds, die in den letzten Jahren deutlich expandiert haben, sind Risiken ausgesetzt, die mit einem Bank-Run-Risiko vergleichbar sind, da liquide Forderungen der Anleger durch illiquide Basiswerte besichert sind, was Auswirkungen auf die Finanzstabilität insgesamt hat (Chen et al., 2010; IWF 2015). Lebensversicherungsgesellschaften haben insbesondere in der

Europäischen Union in großem Umfang Long-Positionen in Zinsswaps eröffnet, um die mit den Versicherungsverträgen verbundenen Zinsrisiken abzusichern (ESRB, 2015). Ein starker Anstieg der Zinssätze würde zu Verlusten bei den ausgewiesenen Sicherheiten führen und Nachschussforderungen bei den Zinsswaps auslösen, was diese Versicherungsgesellschaften zwingen könnte, Kreditforderungen abzustoßen. Dadurch würde sich der Schock auf andere Anlagekategorien ausweiten. Die außerbörslichen Derivatmärkte sind zwar transparenter geworden, aufgrund der gestärkten Rolle des zentralen Clearings können die zentralen Gegenparteien jetzt allerdings die Marktvolatilität verstärken (Heller und Vause, 2012; OECD, 2017a).

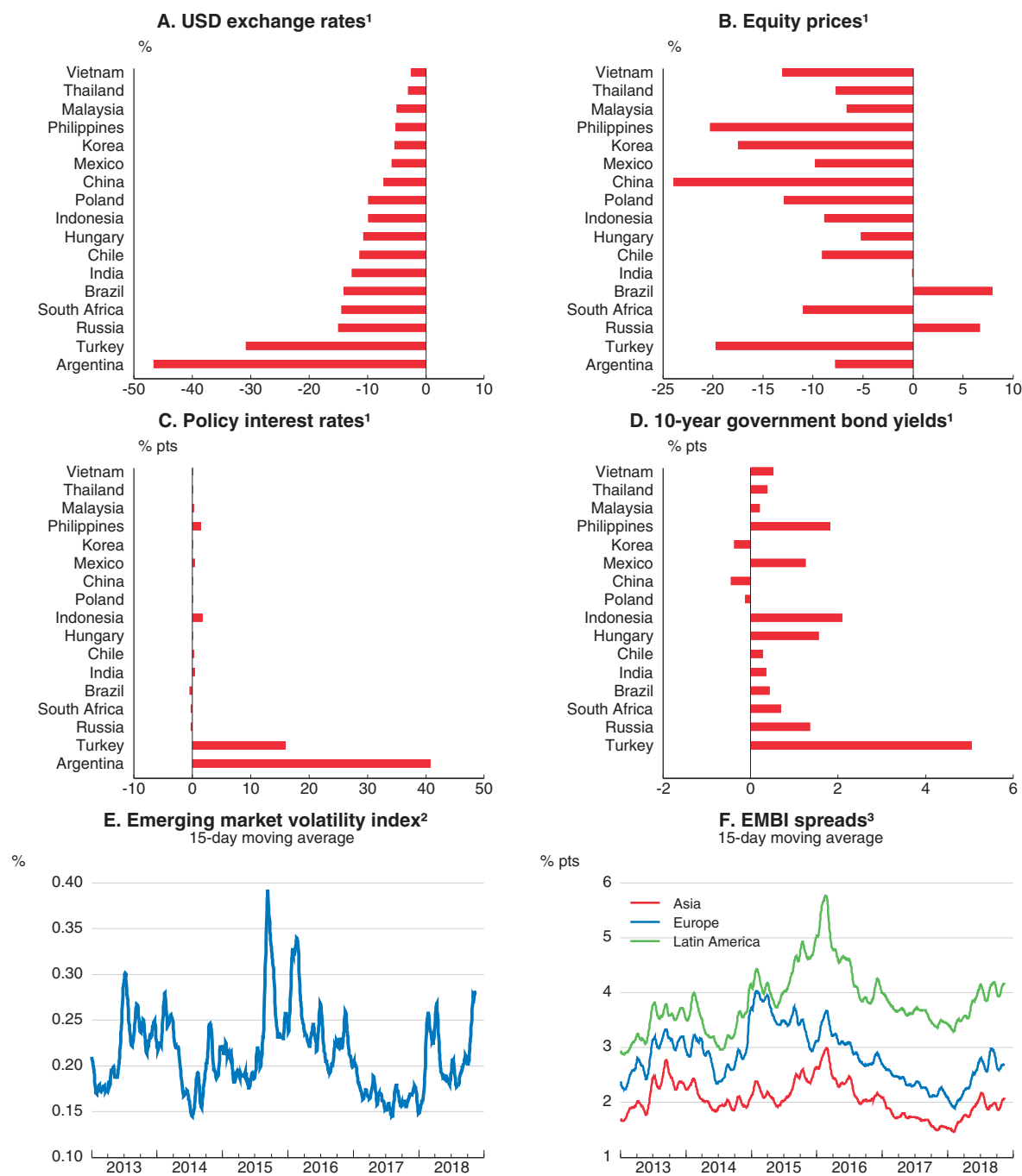
### ***Die Spannungen an den Finanzmärkten haben sich in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften verschärft, wenn auch in unterschiedlichem Umfang***

Argentinien und die Türkei sind mit schweren Finanzmarkturbulenzen konfrontiert (Abb. 1.15). Steigende Spannungen in diesen Volkswirtschaften haben im Kontext der Normalisierung der Geldpolitik der Vereinigten Staaten sowie idiosynkratischer Faktoren zu einem plötzlichen Umschwung der Marktstimmung gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften geführt und Kapitalabflüsse ausgelöst. Die Neubewertung finanzieller Vermögenswerte und die damit verbundene geldpolitische Reaktion war in den anderen aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch geordneter und weniger stark, was hauptsächlich auf unterschiedliche Fundamentaldaten zurückzuführen war (Abb. 1.15 und 1.18)<sup>7</sup>.

Die Finanzmarktspannungen in Argentinien und der Türkei sind angesichts des Umfangs der bestehenden grenzüberschreitenden Finanz- und Handelsverbindungen mit anderen Ländern nicht zwangsläufig mit systemischen Risiken für die Weltwirtschaft verbunden (Abb. 1.16). Die Ausstrahlungseffekte könnten folgenschwerer sein, falls sich die Anlegerstimmung auf breiter Basis verschlechtern sollte. So könnte ein anhaltender Anstieg der Risikoprämien um 100 Basispunkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften das BIP der großen aufstrebenden Volkswirtschaften in den nächsten 2 Jahren beispielsweise um rd. ½% reduzieren (Abb. 1.17). Dies hätte nur geringe Auswirkungen auf den OECD-Raum insgesamt, Länder mit starkem Engagement in den aufstrebenden Volkswirtschaften könnten jedoch stärker betroffen sein.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften sind nach wie vor dem Risiko einer weiteren plötzlichen Eintrübung der Marktstimmung ausgesetzt, insbesondere falls die Normalisierung der Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften schneller als erwartet vorstatten gehen sollte. Der Effekt eines solchen Schocks hängt von dessen Stärke und Dauer sowie von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten und den politischen Bedingungen in den betroffenen Volkswirtschaften ab. Länder mit hohen Haushalts- und Leistungsbilanzdefiziten, geringen Devisenreserven und einem hohen Anteil an in Fremdwährung denominierten Schulden sind wahrscheinlich besonders anfällig (Abb. 1.18). Die Auslands- und die Staatsverschuldung ist seit Mitte der 1990er Jahre (im Verhältnis zum BIP) in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften – mit Ausnahme einiger asiatischer Volkswirtschaften und Russlands – gestiegen, die wirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen dieser Länder haben sich jedoch generell in vielen anderen Bereichen verbessert. Die aufstrebenden Volkswirtschaften haben heute wesentlich niedrigere Inflationsraten, bessere Leistungsbilanzen, höhere Devisenreserven, besser entwickelte Finanzmärkte und flexiblere Wechselkurssysteme. Die letzten beiden Aspekte können eine Erklärung dafür sein, dass der Rückgang der Aktienkurse während der letzten Turbulenzphasen im Median generell schwächer war als während der Asienkrise und dass die Abwertung im Median während des sogenannten Taper Tantrum und während der Turbulenzphase von

Figure 1.15. Financial tensions have risen in emerging-market economies

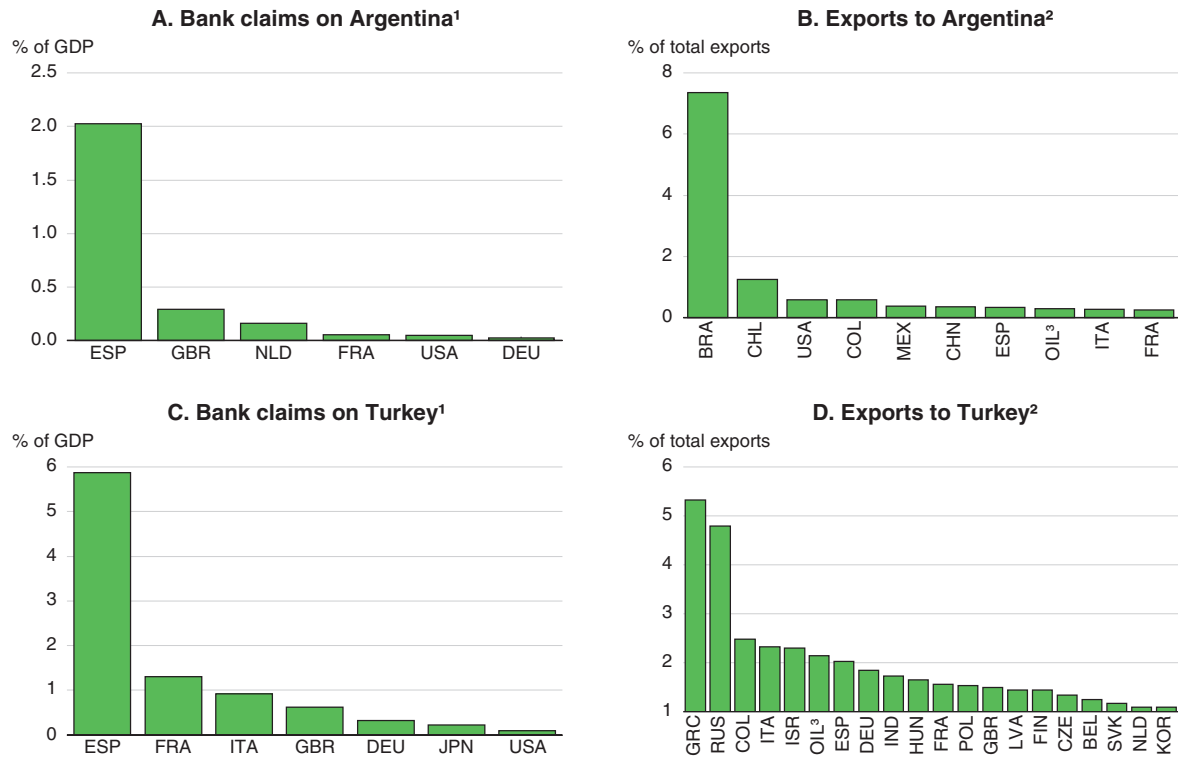


1. Change between averages for January and mid-November 2018. For policy interest rates, changes between 1 January 2018 and 15 November 2018. No data are available for 10-year benchmark government bond yields for Argentina.
2. The equity market volatility index measures an expected symmetric range of movements derived from options in the iShares MSCI Emerging Markets Index for emerging-market economies (EMEs).
3. EMBI stands for J.P. Morgan Emerging Market Bond Index, which measures the yield spread between emerging-market economies' government bonds denominated in US dollars and US Treasuries.

Source: Thomson Reuters; and OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933879748>

Figure 1.16. Financial and trade exposures to Argentina and Turkey are generally small



Note: Percentages of GDP/total exports refer to GDP/total exports of the individual countries.

1. Based on an ultimate risk basis.

2. OECD estimates of bilateral trade in goods and services in 2016.

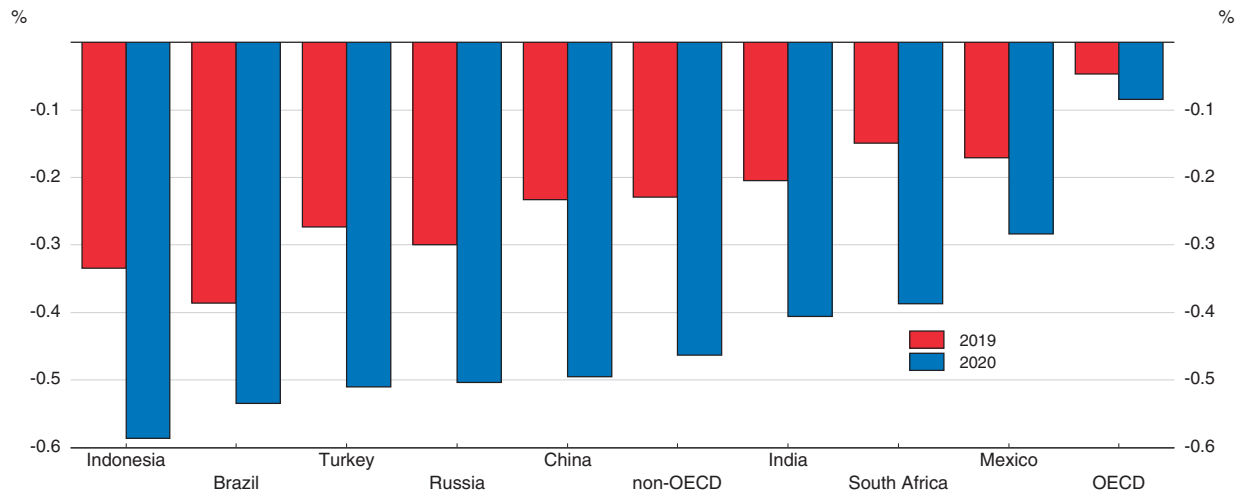
3. Oil producers include Algeria, Angola, Azerbaijan, Bahrain, Brunei, Chad, Republic of Congo, Ecuador, Equatorial Guinea, Gabon, Iran, Iraq, Kazakhstan, Kuwait, Libya, Nigeria, Oman, Qatar, Sudan, Timor-Leste, Trinidad and Tobago, Turkmenistan, United Arab Emirates, Venezuela and Yemen.

Source: OECD Economic Outlook 104 database; Bank for International Settlements; and OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933879767>

Figure 1.17. The output effect of higher risk premia in emerging-market economies

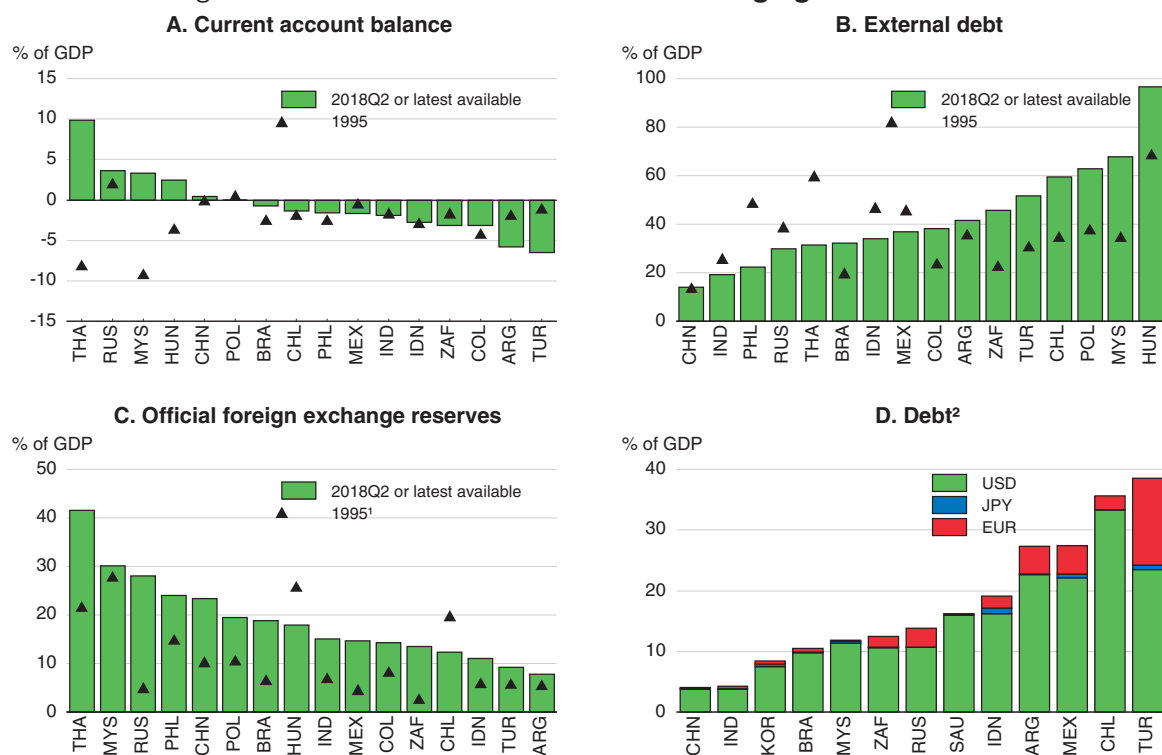
GDP impact of a 100 bps rise in investment risk premia in all EMEs, difference from baseline



Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933879786>

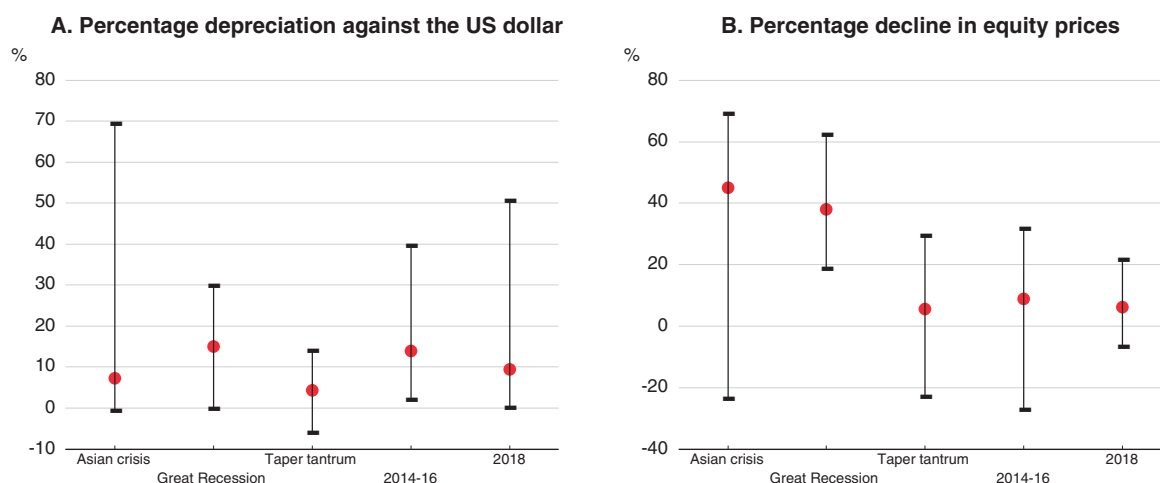
Figure 1.18. **Fundamentals differ across emerging-market economies**



1. Data refer to 2000 for Malaysia and to 1998 for the Philippines.  
 2. Debt of non-bank borrowers in the form of bank loans and debt securities denominated in foreign currencies as of 2018Q2.  
 Source: OECD Economic Outlook 104 database; IMF World Economic Outlook database; Bank for International Settlements Global Liquidity Indicators database; World Bank Quarterly External Debt statistics; and OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933879805>

Figure 1.19. **Changes in financial conditions in emerging-market economies during past and recent turbulence**



Note: The dot refers to the median, and the bars show the range, of the countries covered. The “Asian crisis” refers to changes between the minimum for June-July 1997 and the maximum for January-September 1998; The “Great Recession” refers to changes between July 2007 and the maximum for November 2008-March 2009; “Taper tantrum” refers to changes between the minimum for March-April 2013 and the maximum for September 2013-February 2014; “2014-16” refers to changes between the minimum for May August 2014 and the maximum for November 2015 and January 2017; and “2018” refers to changes between January and September 2018. Based on the following countries: Argentina, Brazil, Chile, China, Hungary, India, Indonesia, Malaysia, Mexico, the Philippines, Poland, Russia, South Africa, Thailand, Turkey and Vietnam.  
 Source: Thomson Reuters; and OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933879824>



2018 etwas stärker ausfiel als Ende der 1990er Jahre (Abb. 1.19). Außerdem haben sich die aufstrebenden Volkswirtschaften bereits 2014-2016 an eine erhebliche, länger andauernde Abwertung ihrer Wechselkurse angepasst (Abb. 1.19).

### **In China haben die Risiken einer Konjunkturabschwächung zugenommen und die Zielkonflikte zwischen hohem Wachstum und Stabilität dauern an**

Im Kontext einer strengeren Regulierung der Schattenbanken (die zu einem langsameren Wachstum des Gesamtfinanzierungsvolumens führt), strengerer Genehmigungsverfahren für Investitionen der nachgeordneten Gebietskörperschaften und neuer US-Zölle auf chinesische Exporte in die Vereinigten Staaten hat das Wachstum in China im Jahresverlauf 2018 abgenommen. Die Zölle belasten die Aktienkurse und die Industrieproduktion und üben zusammen mit dem sinkenden Zinsgefälle gegenüber den Vereinigten Staaten Druck auf den Kurs des Renminbi aus (Abb. 1.15). Die zuständigen Stellen haben zusätzlich zu den bereits geplanten Steuersenkungen neue Konjunkturimpulse angekündigt, darunter Maßnahmen der Zentralbank zur Lockerung der finanziellen Rahmenbedingungen. Die chinesische Zentralbank hat erklärt, dass sie nicht auf die Wechselkurspolitik zurückgreifen wird, um Handelsspannungen und andere außenwirtschaftliche Probleme zu lösen. Allerdings könnte der Eindruck, dass die Währung für derartige Zwecke genutzt wird, andere Länder in der Region dazu veranlassen, dies ebenfalls zu tun, um ihre Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel zu sichern. Dadurch könnten sich die Handelsspannungen allgemein verschärfen. Die Abwertung des Renminbi kann den Effekt der höheren Zollsätze in den Vereinigten Staaten, mit denen die Exporteure konfrontiert sind, teilweise ausgleichen, die Wettbewerber in anderen Ländern, insbesondere in Asien, werden dadurch jedoch möglicherweise vor neue Herausforderungen gestellt.

Eine Lockerung der finanziellen Rahmenbedingungen kann helfen das Kreditwachstum anzukurbeln und die Verlangsamung des BIP-Wachstums zu begrenzen. Dies kann jedoch die Finanzstabilitätsrisiken verschärfen und den erforderlichen Schuldenabbau im Unternehmenssektor verzögern, wodurch sich das Risiko eines späteren starken Abschwungs erhöht. Die Kreditvergabe an Nichtfinanzunternehmen geht langsam zurück, verharrt mit 160% des BIP nach einer langen Phase schnellen Wachstums jedoch auf einem sehr hohen Niveau. Positiv zu vermerken ist, dass die zuständigen Stellen jetzt Grenzwerte für die Verschuldung staatlicher Unternehmen überwachen, was zur Eindämmung der Verschuldung beitragen kann. Außerdem ist das Wachstum der Aktiva von Schattenbanken (Entrusted Loans, Treuhandkredite und Bankakzepte) zurückgegangen. Eine zusätzliche fiskalische Lockerung könnte das Nachfragewachstum stützen, würde aber zugleich den Spielraum für fiskalische Impulse begrenzen, wenn es anschließend zu einem starken Abschwung käme. Fiskalische Impulse könnten bei einem strukturellen Abschwung zudem wirkungslos sein, wenn sie nicht gezielt sind.

Eine wesentlich stärkere Verlangsamung des chinesischen BIP-Wachstums als im Basiszenario unterstellt hätte erhebliche negative Auswirkungen auf das weltweite Wachstum, insbesondere wenn das Vertrauen in die Finanzmärkte eingetrübt würde (OECD, 2015; OECD, 2018d). Ein zweijähriger Rückgang der Wachstumsrate der Inlandsnachfrage in China um 2 Prozentpunkte könnte das jährliche BIP-Wachstum in Japan, Ostasien und bei den Rohstoffexporteuren in den 2 Jahren um durchschnittlich rd. ½ Prozentpunkte reduzieren. Das weltweite BIP-Wachstum würde insgesamt um rd. 0,3-0,4 Prozentpunkte pro Jahr sinken. Der Effekt wäre mehr als doppelt so stark, wenn der Nachfrageschock mit einem deutlichen Rückgang der weltweiten Aktienkurse und einem Anstieg der weltweiten Risikoprämien einherginge, selbst wenn der Schock durch niedrigere Rohstoffpreise gedämpft würde (OECD, 2015).

## Politikerfordernisse

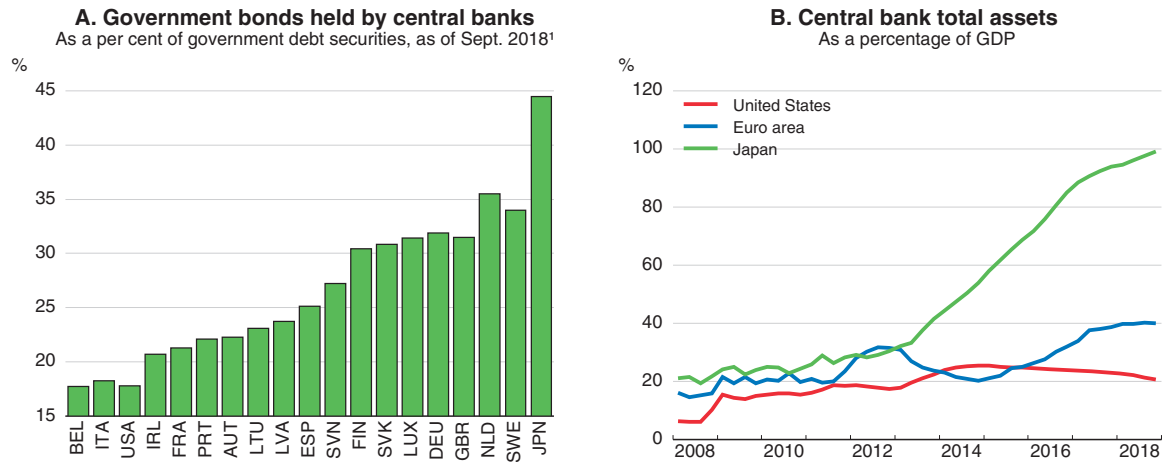
Die makroökonomische Politik muss das weltweite Wirtschaftswachstum festigen, das Entstehen von Finanzmarktrisiken minimieren und hinreichenden Spielraum sichern, damit im Fall eines Abschwungs konjunkturstützende Maßnahmen ergriffen werden können. Hierfür bedarf es einer allmählichen Verringerung der geld- und fiskalpolitischen Impulse, wenn auch mit unterschiedlichem Tempo in den einzelnen Volkswirtschaften, ergänzt durch ehrgeizige angebotsseitige Politikreformen, die die mittelfristigen Wachstumsaussichten verbessern und mehr Chancen für alle schaffen. Durch eine angemessene Finanzmarktregulierung und -aufsicht, einschließlich eines besseren Einsatzes makroprudenzieller Maßnahmen, ließen sich einige der Konflikte im Zusammenhang mit der Erreichung dieser Ziele abschwächen.

### Geld- und finanzmarktpolitische Erfordernisse

Aufgrund der unterschiedlichen Entwicklung der Inflation, der Arbeitslosigkeit und der gesamtwirtschaftlichen Produktion divergieren die geldpolitischen Weichenstellungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und diese Divergenz dürfte anhalten:

- In den Vereinigten Staaten muss die Normalisierung der Geldpolitik wie geplant fortgesetzt werden, da sich das Wachstum auf kurze Sicht kräftig entwickelt und aufgrund der niedrigen Arbeitslosigkeit selbst nach Verringerung der fiskalischen Lockerung mittelfristig Inflationsdruck bestehen dürfte. Die Federal Reserve hat den Leitzins seit Ende 2015 bereits um 200 Basispunkte angehoben, sodass die Obergrenze des Zielkorridors für den Tagesgeldsatz nun 2,25% beträgt. Zudem hat sie mit dem allmählichen Abbau ihrer Bestände an Staatsanleihen und hypothekarisch besicherten Wertpapieren staatlich geförderter Unternehmen begonnen (Abb. 1.20). Auf der Grundlage der vorstehend erörterten Projektionen dürften diese Maßnahmen fortgesetzt werden, um die obere Grenze des Zielkorridors für den Tagesgeldsatz bis Ende 2019 auf 3½% zu erhöhen und sie dann im Jahresverlauf 2020 unverändert zu lassen, sofern sich der Inflationsdruck stabilisiert. Da der Abbau der aufgekauften Finanzaktiva 2020 weit vorangeschritten sein dürfte, sollte die Federal Reserve die unter normalen Bedingungen von ihr angestrebte Bilanzsumme sowie den künftigen Handlungsrahmen der Geldpolitik kommunizieren. Dies würde dazu beitragen, die Risiken von Spannungen auf den Finanzmärkten zu minimieren. Dabei könnte sie ein Floor-System mit einer größeren Bilanzsumme beibehalten oder zu einem Korridor-System mit einer geringeren Bilanzsumme zurückkehren (OECD, 2017a).
- Im Euroraum sollte der geldpolitische Kurs akkommodierend ausgerichtet bleiben, der Grad der geldpolitischen Akkommodierung sollte jedoch nach und nach verringert werden. Die EZB hat ihre Nettowertpapierkäufe bereits verringert und wird diese Ende 2018 voraussichtlich ganz einstellen. Da im zweiten Halbjahr 2020 mit einem Anstieg der Kerninflation auf nahezu 2% gerechnet wird, sollte die EZB Ende 2019 beginnen, den Zinssatz für die Einlagefazilität bis Ende 2020 von seinem derzeit negativen Wert auf mindestens 0,2% anzuheben. Mit fortschreitender Normalisierung der Leitzinsen wäre ein klar kommunizierter Plan über eine allmähliche Verringerung der Wertpapierbestände wünschenswert, um das Risiko von Finanzmarktvolatilität zu minimieren. In Anbetracht erhöhter Unsicherheit könnte jedoch ein moderateres Normalisierungstempo erforderlich sein, als sonst nötig wäre.
- Die japanische Zentralbank hat die Kommunikation ihrer künftigen geldpolitischen Absichten (*forward guidance*) gestärkt, da sich die Erreichung des Inflationsziels von 2% länger hinzieht als erwartet<sup>8</sup>. Die Inflation verharrt trotz der massiven Impulse

Figure 1.20. **Several central banks have become dominant holders of domestic government bonds**



1. For the United States, marketable treasury securities, excluding treasury bills, held by the Federal Reserve as a share of outstanding marketable treasury securities, excluding treasury bills, at market value. For the United Kingdom, Asset Purchase Facility holdings as a share of outstanding (conventional) gilts, at market value. For Japan, government bonds held by the Bank of Japan as a share of outstanding treasury securities, excluding treasury discount bills and including FILP bonds, at nominal value. For the euro area countries, cumulative net purchases of government bonds in the Eurosystem Public Sector Purchase Programme at book value as a share of outstanding general government bonds at face value. For Sweden, the purchases of government bonds (338.74 billion SEK by 15 September 2018) as a share of outstanding government bonds as of September 2018, at face value.

Source: OECD Economic Outlook 104 database; Board of Governors of the Federal Reserve System; US Department of the Treasury, Bureau of Fiscal Services; Bank of Japan; Ministry of Finance Japan; Sveriges Riksbank; Swedish Central Government Debt statistics; UK Debt Management Office; Bank of England; European Central Bank; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879843>

der vergangenen fünf Jahre und Anzeichen dafür, dass die Wirtschaftstätigkeit ihre Potenzialrate möglicherweise bereits erreicht hat oder sogar übersteigt, deutlich unter der Zielvorgabe. Vor diesem Hintergrund könnte eine Neuausrichtung der geldpolitischen Strategie und des geldpolitischen Handlungsrahmens angezeigt sein (beispielsweise durch Einführung eines Zielkorridors für die Inflation, dessen Untergrenze unter dem gegenwärtigen Inflationsziel liegen würde, vgl. OECD, 2018d). Dies könnte auch nichtgeldpolitische Maßnahmen umfassen, z.B. stärkere Mindestlohnhebungen<sup>9</sup>. Eine stärkere Flexibilisierung der Zinskurvensteuerung wäre geboten, wenn sich die Inflation stärker der Zielvorgabe nähert.

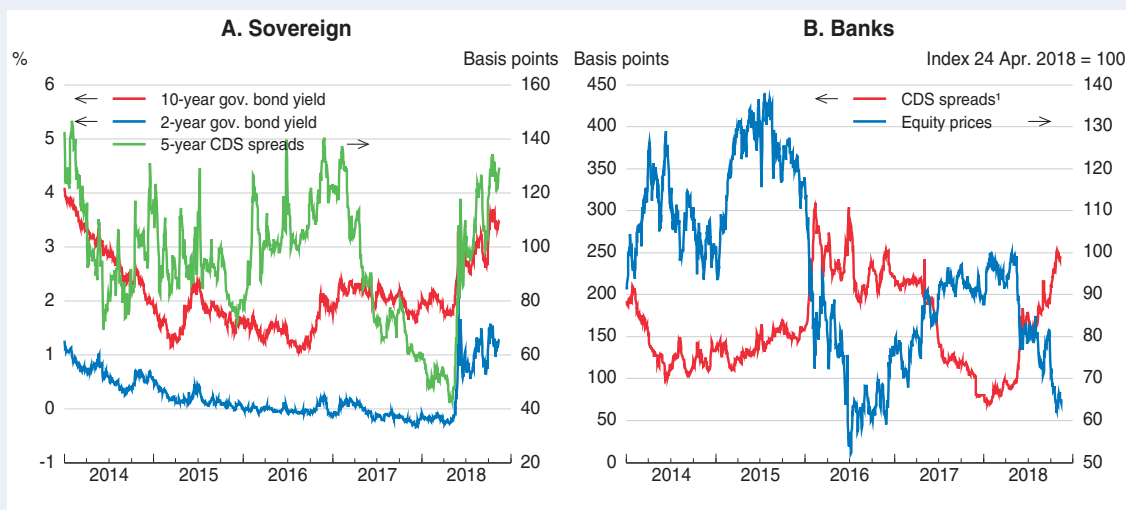
Im Zuge der Normalisierung der Geldpolitik könnte es in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu weiterer Volatilität an den Finanzmärkten kommen, was Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit erforderlich macht. Die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors hängt insbesondere von einer angemessenen Regulierung und Aufsicht ab, um sicherzustellen, dass Banken und sonstige Finanzinstitute über ausreichende Kapital- und Liquiditätspuffer verfügen. Sowohl in den aufstrebenden Volkswirtschaften als auch, in geringerem Maße, in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften werden seit der weltweiten Finanzkrise vermehrt makroprudenzielle Maßnahmen eingesetzt (OECD, 2018d). Im Euroraum sind die Bedingungen für eine hohe Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors allerdings immer noch nicht gegeben, zumal in den vergangenen fünf Jahren kaum Fortschritte erzielt wurden. Im Juni wurde vereinbart, dass der Europäische Stabilitätsmechanismus zu einer gemeinsamen Letztsicherung (*common backstop*) für den einheitlichen Abwicklungsfonds werden soll. Über die Einzelheiten der Umsetzung wurde jedoch noch nicht entschieden, und es ist unklar, ob ausreichende Mittel gesichert werden

können. Außerdem wurden noch keine Fortschritte bei der Vollendung der Bankenunion durch Errichtung einer gemeinsamen europäischen Einlagensicherung und bei der Aufhebung des negativen Rückkopplungseffekts zwischen Staatsverschuldung und Banken erzielt (OECD, 2018e). Der jüngste Anstieg der Staatsverschuldungs- und Bankenrisiken in Italien (Kasten 1.3) macht die Umsetzung solcher Reformen politisch noch schwieriger.

### Kasten 1.3 Anfälligkeiten der italienischen Banken

Die politische Unsicherheit hat zu einem Ausverkauf italienischer Staatsanleihen geführt und das Vertrauen in die italienischen Banken getrübt. Die Zinsen auf italienische Staatsanleihen liegen weiterhin mehr als 100 Basispunkte über ihrem Durchschnitt der vergangenen drei Jahre, die Aktienkurse italienischer Banken haben seit Ende April um rd. 35% nachgegeben und die Kreditausfallswap-Prämien sind sowohl für Staats- als auch für Bankanleihen deutlich gestiegen. Letztere haben sich gegenüber ihren jüngsten Tiefständen mehr als verdoppelt (Abb. 1.21).

Figure 1.21. Sovereign and bank riskiness have risen in Italy



1. The CDS index for Italian banks is the unweighted average of the 5-year CDS indices for: Intesa San Paolo, Unicredit, Mediobanca, Banca Monte dei Paschi and Unione Banche Italiane.

Source: Thomson Reuters; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879862>

Die Verfassung der italienischen Banken hat sich indessen verbessert, auch wenn nach wie vor Anfälligkeiten bestehen. Die Banken haben ihre Eigenkapitalquote – gemessen am regulatorischen Tier-1-Kapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva – in den vergangenen zehn Jahren insgesamt auf 14,6% verdoppelt. Es wurden nur wenige neue notleidende Kredite registriert, und die Altbestände an notleidenden Krediten wurden deutlich reduziert. Hilfreich war dabei die Beteiligung internationaler Investoren und die Einführung einer Staatsgarantie für die vorrangigen Tranchen von Verbriefungen notleidender Kredite. Der Anteil der notleidenden Kredite am Bruttokreditbestand ist mit 9% allerdings nach wie vor sehr hoch. Die Governance der italienischen Banken wurde ebenfalls verbessert und ihre Rentabilität ist gestiegen, was z.T. durch niedrigere Rückstellungen für Kreditausfälle bedingt ist.

Sollten die durch die Staatsverschuldung verursachten Spannungen jedoch anhalten, könnten sie negative Auswirkungen auf die italienischen Banken haben, was die Kreditangebotsbedingungen und das Wirtschaftswachstum belasten würde. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor wächst zwar, allerdings trotz der niedrigen und rückläufigen Bankkreditkosten nur langsam, was wahrscheinlich auf eine geringe

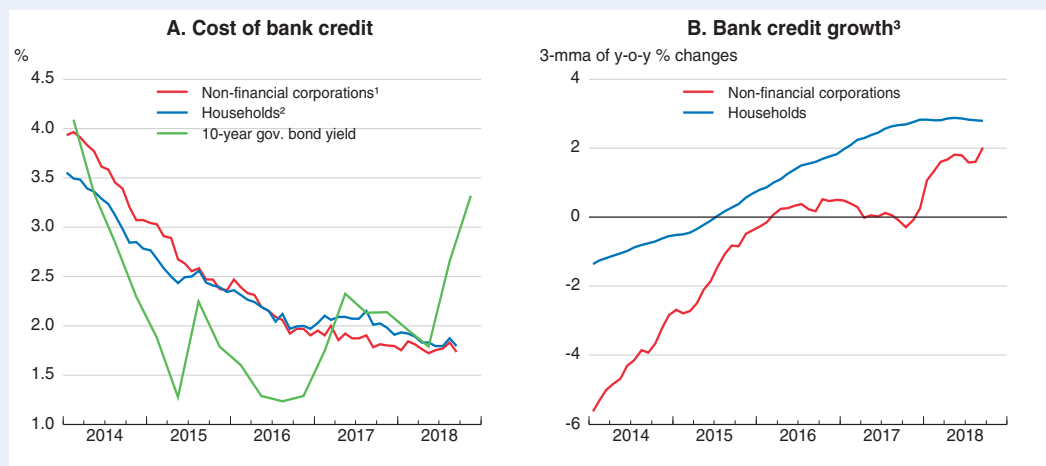
(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Kreditnachfrage zurückzuführen ist (Abb. 1.22). Höhere Unsicherheit über die italienische Wirtschaft könnte die Abwicklung von Problemkrediten durch die Banken erschweren und die Kreditrisiken der Intermediäre erhöhen, wodurch die negativen Rückkopplungseffekte zwischen der Realwirtschaft und den Banken verstärkt würden. Drei spezifische Transmissionsmechanismen könnten hier eine Rolle spielen:

- Empirische Befunde über die italienischen Banken auf der Basis von Daten für 2011 lassen darauf schließen, dass die Bankkreditzinsen unter dem Einfluss höherer Kreditausfallrisiken bei Staatsanleihen wahrscheinlich steigen werden, insbesondere in Banken mit niedrigeren Eigenkapitalquoten und höheren Beständen an notleidenden Krediten<sup>1</sup>. Bisher haben sich die höheren Zinsen auf Staatsanleihen noch nicht in den Kreditzinsen niedergeschlagen, die die Banken dem privaten Sektor berechnen (Abb. 1.22).

Figure 1.22. Cost of bank credit and bank credit growth




Note: Data are in monthly frequency.

1. Total cost of borrowing.

2. Interest rates on mortgages for households.

3. Bank loans adjusted for sales and securitisation, index of notional stocks.

Source: European Central Bank; Thomson Reuters; and OECD calculations.

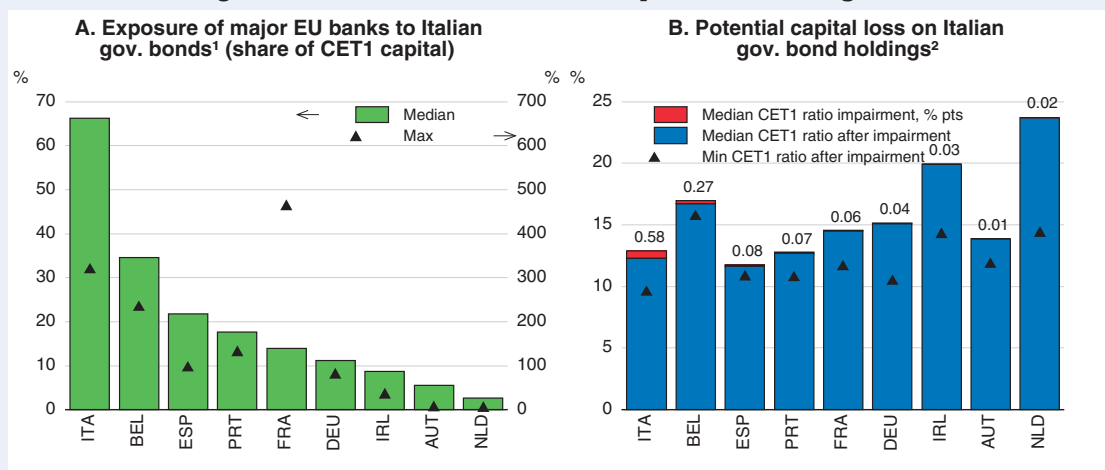
StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879881>

- Von Juni 2020 bis März 2021 müssen die italienischen Banken Kredite im Umfang von 240 Mrd. EUR tilgen, die ihnen im Rahmen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG) des Euroraums gewährt wurden. Dies entspricht rd. 7% ihrer gegenwärtigen Gesamtverbindlichkeiten. Obwohl die Banken über überschüssige Liquidität in Höhe von 70 Mrd. Euro verfügen und Zugang zu kostengünstiger Finanzierung aus anderen Kreditfazilitäten der EZB haben werden, könnte dies zu etwas höheren Refinanzierungskosten führen.
- Die italienischen Banken sind stark in italienischen Staatsanleihen engagiert und bleiben daher anfällig gegenüber Wertminderungen ihrer Staatsanleihe-Portfolios bei Bilanzierung zum Marktwert (Abb. 1.23)<sup>2</sup>. Ein ähnlicher Rückgang der Staatsanleihekurse, wie er in den vergangenen zwölf Monaten zu beobachten war, würde ohne Ausgleichsmaßnahmen die Eigenkapitalquoten im Bankensystem insgesamt im Durchschnitt nur marginal verringern (Abb. 1.23). Ein deutlicher Rückgang der Staatsanleihekurse könnte für Banken mit besonders hohen Staatsanleihebeständen indessen schwerwiegendere Folgen haben. Sollten Banken ihre Eigenkapitalquoten von sich aus wieder anheben wollen, um angemessene Puffer für künftige Schocks zu haben, wären Eigenkapitalaufstockungen angesichts gedrückter Bankaktienkurse eine kostspielige Option. Die Banken könnten sich daher stattdessen für eine Verringerung ihrer Bilanzsummen entscheiden, um die regulatorischen bzw. von ihnen angestrebten Eigenkapitalquoten zu erreichen. Dies würde mit einer Abnahme des Kreditangebots einhergehen, die das Wirtschaftswachstum belasten würde.

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung)

Figure 1.23. Italian banks remain exposed to sovereign debt



1. Exposure refers to both available-for-sale and held-to-maturity debt securities as of June 2017 based on the sample of banks participating in the 2017 EBA EU-wide transparency exercise for which data on Italian government bond holdings are available. It does not account for capital improvements or portfolio adjustments that may have taken place since June 2017.
2. An estimated impact on the Core Equity Tier 1 (CET1) ratio of banks due to a mark-to-market impairment on their holdings of Italian government bonds (classified in available-for-sale, held-for-trading and booked at fair value accounting categories) due to a 100-basis point parallel upward shift of the Italian yield curve. The estimates account for the average maturity of Italian government bond holdings.

Source: European Banking Authority; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879900>

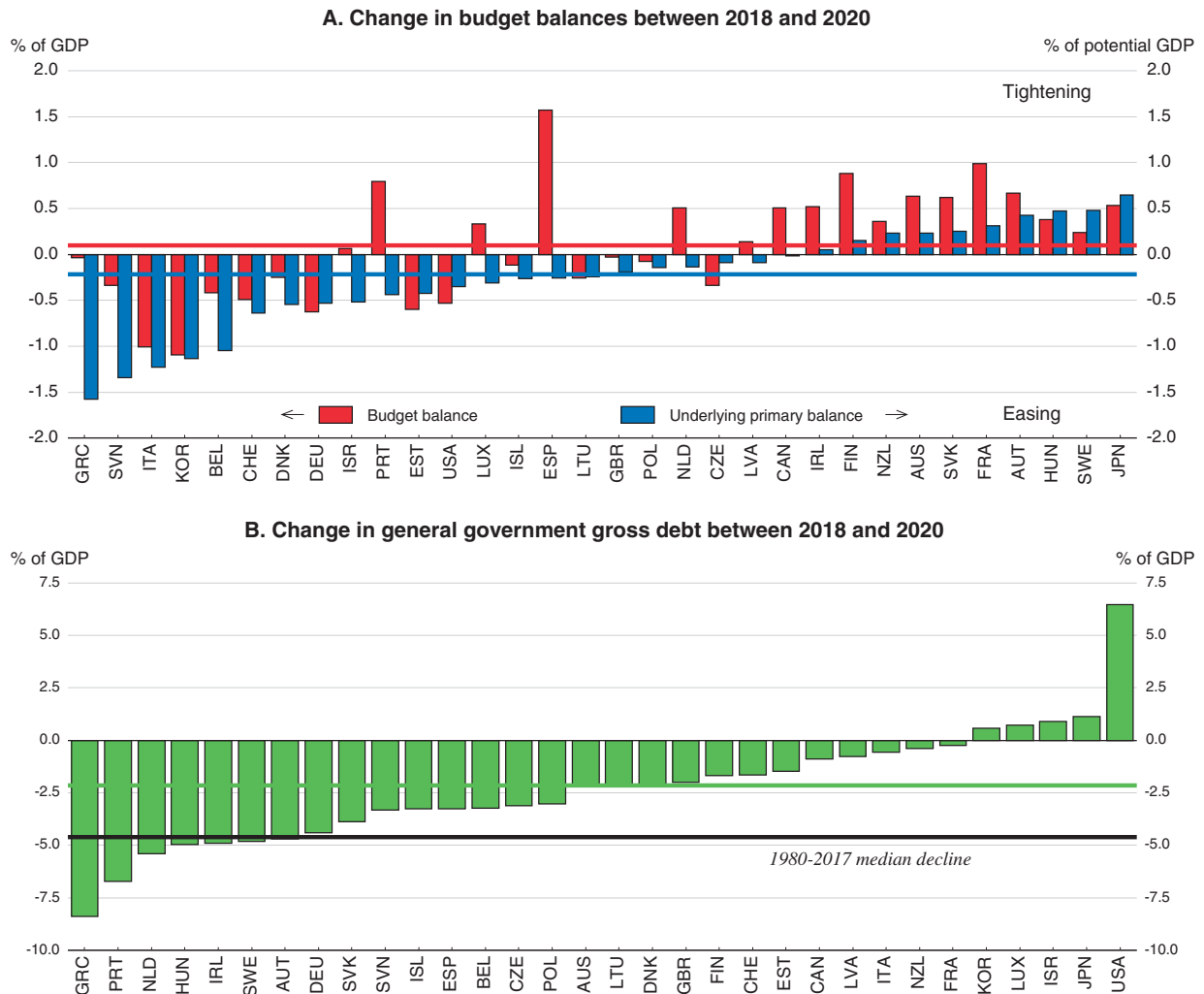
1. Zoli (2013) zufolge schlägt sich ein Anstieg der Zinsaufschläge auf Staatsanleihen zu etwa 30-40% innerhalb von drei Monaten und zu 50-60% innerhalb von sechs Monaten in den Zinsen für Unternehmenskredite nieder, wobei die Transmission bei Kleinkrediten etwas stärker ist. Albertazzi et al. (2014) kommen zu dem Schluss, dass ein vorübergehender Anstieg der Renditeabstände zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit um 100 Basispunkte nach einem Quartal zu einer Erhöhung der Unternehmenskreditzinsen der Banken um rd. 50 Basispunkte führt, während ein dauerhafter Anstieg der Renditeabstände nach einem Jahr vollständig weitergegeben wird.
2. In den italienischen Banken sind die Bestände an italienischen Staatsanleihen im Median deutlich höher als das harte Kernkapital (Core Tier 1). Die Banken in anderen europäischen Ländern sind im Allgemeinen wesentlich weniger in italienischen Staatsschuldtiteln engagiert, bei einigen Intermediären mit hohen Beständen an italienischen Staatsanleihen sind allerdings Risikoballungen festzustellen (Abb. 1.23).

### Fiskalpolitische Erfordernisse

Nach der 2018 vielerorts erfolgten erheblichen fiskalischen Lockerung wird die Fiskalpolitik in den meisten OECD-Ländern in den kommenden beiden Jahren den Projektionen zufolge weitgehend neutral ausgerichtet sein (Abb. 1.24). Die günstigere Konjunktur führt zusammen mit niedrigeren Nettozinszahlungen in den meisten OECD-Ländern zu einer leichten Verbesserung der Haushaltssalden (außer in den Vereinigten Staaten, Korea und einigen Ländern des Euroraums, darunter Deutschland und Italien). Die Staatsverschuldung und die Haushaltsdefizite bewegen sich immer noch auf hohem Niveau – in den meisten Ländern sind sie höher als vor der weltweiten Finanzkrise –, und in vielen Ländern wird für die kommenden Jahre weder in absoluter Rechnung noch im Vergleich zur Vergangenheit mit einem deutlichen Rückgang der Verschuldung gerechnet (Abb. 1.24)<sup>10</sup>.


Die lange Phase der akkommodierenden Geldpolitik dürfte sich über die Zinskosten für die Staatsschulden in vielen fortgeschrittenen Ländern kurzfristig weiterhin vorteilhaft auf die Staatshaushalte auswirken, dieser Effekt dürfte jedoch allmählich nachlassen. Die

Figure 1.24. Fiscal policy will be broadly neutral and government debt will fall in most OECD countries



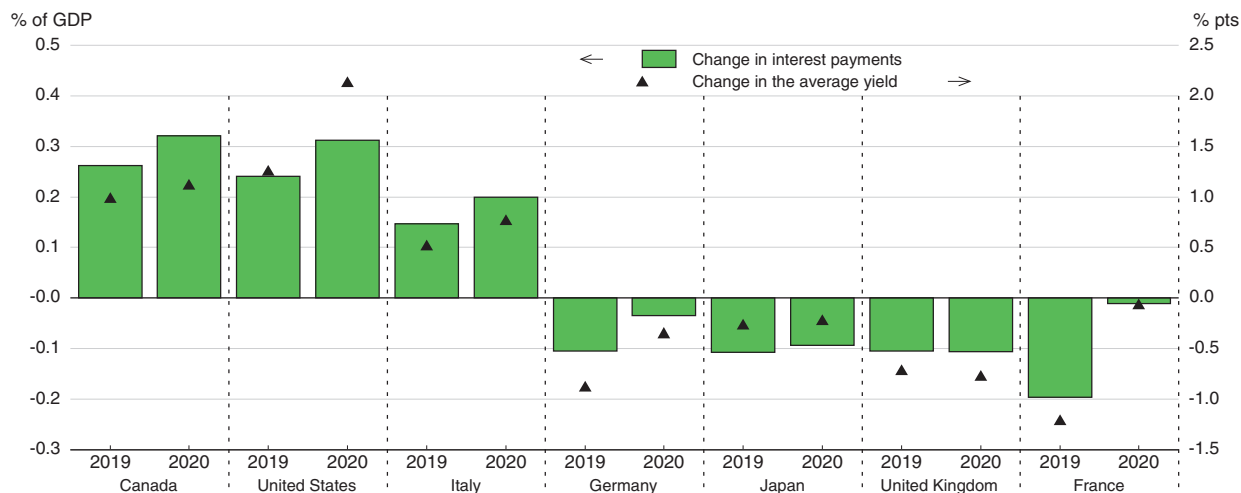
Note: Horizontal lines indicate median values for the corresponding variables. The median decline in gross government debt in Panel B is the two-year equivalent of an average annual decline in debt which lasted at least for two years across OECD countries between 1980 and 2017.

Source: OECD Economic Outlook 104 database; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879919>

niedrigeren und flacheren Zinskurven in zahlreichen fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben die Schuldendienstkosten verringert und damit die Haushaltssalden insgesamt verbessert<sup>11</sup>. Zugleich haben sie eine Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeiten öffentlicher Schuldtitel ermöglicht, durch die sich die Refinanzierungsrisiken zu nur geringfügig höheren Kosten für den Staatshaushalt senken lassen und erreicht werden kann, dass sich die Marktzinssätze langsamer in den Schuldendienstkosten niederschlagen (Maravalle und Rawdanowicz, 2018). Wenn die in den kommenden beiden Jahren fällig werdenden längerfristigen Anleihen in den G7-Volkswirtschaften durch Anleihen mit gleicher Laufzeit refinanziert werden, dürften die Zinsen niedriger sein, wodurch sich die durchschnittlichen Schuldendienstkosten in Deutschland, Frankreich, Japan und dem Vereinigten Königreich verringern (Abb. 1.25).

Figure 1.25. Debt servicing costs could still decline in some G7 countries



Note: Aggregated changes in interest payments and in the average yield refer to individual marketable debt instruments (fixed rate and zero coupon bonds as of October 2018) maturing in the indicated years. They are computed by assuming that maturing debt is rolled over at the same original maturity at yields derived from estimated yield curves based on the OECD projections of short and long-term interest rates.

Source: Bloomberg; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879938>

Die haushaltspolitischen Prioritäten unterscheiden sich von einer Volkswirtschaft zur anderen, was durch Unterschiede bei den makroökonomischen Bedingungen und Ungleichgewichten sowie unterschiedliche politische Erfordernisse bedingt ist. Der 2019 und 2020 in den meisten Ländern neutral ausgerichtete Kurs der Fiskalpolitik ist in Anbetracht der Wirtschaftsaussichten im Allgemeinen angemessen. In manchen Ländern sind die merklichen Impulse gerechtfertigt, die 2019 von der Fiskalpolitik ausgehen sollen. Dies trifft beispielsweise auf Deutschland zu, das einen tragfähigen öffentlichen Schuldenstand und einen hohen Leistungsbilanzüberschuss aufweist und dessen öffentliche Infrastruktur modernisiert werden muss. In Italien hingegen droht die geplante expansive Fiskalpolitik angesichts der hohen Staatsverschuldung und des niedrigen Produktivitätswachstums zu weiterhin hohen oder sogar steigenden Risikoprämien für Staatsanleihen zu führen, was das Wachstum belasten wird. In den Vereinigten Staaten werden fiskalische Impulse, die 2019 ungeachtet der soliden Konjunkturbedingungen fortgesetzt werden, den Spielraum verringern, einem künftigen Abschwung mit fiskalischen Maßnahmen entgegenzuwirken. Nur wenige Länder dürften die Fiskalpolitik 2019-2020 deutlich straffen. Die für 2020 erwartete Haushaltskontraktion in Japan ist auf die Mehrwertsteueranhebung zurückzuführen, die z.T. durch höhere Sozialausgaben kompensiert wird. Auch wenn dies zur Verringerung des Schuldenanstiegs beitragen wird, sind weitere Haushaltsmaßnahmen nötig, um das Ziel eines bis Mitte der 2020er Jahre ausgeglichenen Primärhaushalts zu erreichen.

In Anbetracht des voraussichtlichen fiskalpolitischen Kurses müssen die Regierungen Maßnahmen zur Steigerung des längerfristigen Wachstums und zur Förderung der Teilhabe Priorität einräumen. Länder, in denen die Arbeitslosigkeit und die Ungleichheit nach wie vor hoch sind und Armut weit verbreitet ist (wie in vielen von der Krise stark getroffenen europäischen Ländern), sollten angemessene Sozialprogramme gewährleisten, u.a. mit Ausgaben für Bildung und aktive Arbeitsmarktpolitik. Volkswirtschaften mit niedrigem Wachstum und großem Infrastrukturbedarf sollten Haushaltsmaßnahmen umsetzen, die die Angebotsseite stärken. Sie könnten beispielsweise das Kinderbetreuungsangebot



ausbauen, um die Erwerbsbeteiligung zu steigern (wie z.B. Japan), und die staatlichen Infrastrukturausgaben erhöhen, u.a. für die digitale Infrastruktur (wie Deutschland sowie mittel- und osteuropäische Länder).

### **Politikoptionen aufstrebender Volkswirtschaften zur Bewältigung von Spillover-Effekten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften**

Die aufstrebenden Volkswirtschaften sind nach wie vor dem Risiko einer weiteren plötzlichen Eintrübung der Marktstimmung ausgesetzt, insbesondere wenn die Normalisierung der Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften schneller als erwartet erfolgen sollte. In vielen von ihnen nimmt nach den in den vergangenen Monaten bereits erfolgten Währungsabwertungen zudem auch der Inflationsdruck zu. Welche Politikreaktion angemessen ist, hängt vom Ausmaß des Stimmungsumschwungs bei den Anlegern, vom Umfang der entstandenen Risiken und vom vorhandenen Handlungsspielraum zur Minderung dieses Drucks ab.

- Aufstrebende Volkswirtschaften mit einem glaubwürdigen makroökonomischen Rahmen, flexiblen Wechselkurssystemen und kontrollierbaren Risiken aus in Fremdwährung denominierten Schulden müssen möglicherweise keine diskretionären Politikmaßnahmen umsetzen, da Schocks durch Wechselkursanpassungen abgefedert werden können. Eine gewisse weitere Straffung der Geldpolitik könnte erforderlich sein, um zu verhindern, dass Wechselkursabwertungen die Inflation (über den ersten Effekt hinaus) anheizen; Länder mit soliden Haushaltspositionen können bei Bedarf jedoch eine fiskalische Lockerung vornehmen, um die Nachfrage zu stützen.
- Im Gegensatz dazu bleibt Ländern mit festen Wechselkursen oder schwächeren makroökonomischen Fundamentaldaten möglicherweise nichts anderes übrig, als ihren makroökonomischen Kurs unter Inkaufnahme negativer Auswirkungen auf die Inlandsnachfrage insgesamt zu straffen, um das Vertrauen der Anleger wiederzugewinnen.
- Die Einführung von Importzöllen und administrierten Preisen zur Bewältigung makroökonomischer Ungleichgewichte (wie z.B. Leistungsbilanzdefiziten und hoher Inflation) sollte vermieden werden, da solche Maßnahmen zu Marktverzerrungen führen und die Wachstumsaussichten beeinträchtigen dürften.

### **Es bedarf ehrgeizigerer strukturpolitischer Maßnahmen**

Das Tempo der Strukturreformen hat sich sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften jüngst stabilisiert, ist jedoch geringer als in der Zeit nach der Finanzkrise. Die G20-Länder haben seit 2014 insgesamt eine Reihe nützlicher Reformen umgesetzt. Diese Reformen reichen jedoch nicht aus, um das Ziel einer Steigerung ihres kombinierten BIP bis 2018 um 2% zu erreichen. Durch eine Intensivierung der Reformanstrengungen in den fortgeschrittenen wie auch den aufstrebenden Volkswirtschaften wäre es möglich, den Lebensstandard zu steigern und die mittelfristigen Investitions- und Produktivitätsaussichten zu verbessern. Zudem ließe sich sicherstellen, dass die positiven Wachstumseffekte breiteren Bevölkerungsteilen zugutekommen.

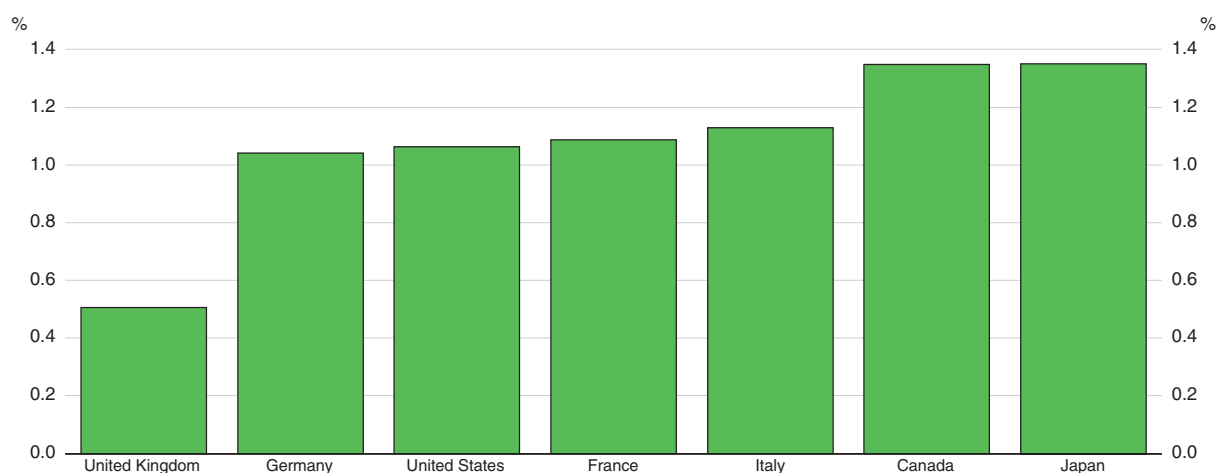
Die derzeitigen – mit starken Beschäftigungszuwächsen verbundenen – Konjunkturbedingungen bieten eine gute Gelegenheit, um Reformen umzusetzen. Unter günstigen Konjunkturbedingungen lassen sich die Nutzeffekte von Reformen maximieren; werden Reformen hingegen in Krisenzeiten vorgenommen, wie dies häufig der Fall ist, können die kurzfristigen Kosten steigen. In allen Ländern bedarf es energischerer Reformen, um die Unternehmensdynamik und die Wissensverbreitung anzukurbeln, den Kompetenzerwerb und die Innovationsfähigkeit zu verbessern und den Arbeitskräften dabei zu helfen, die

Chancen sich rasch verändernder Arbeitsmärkte zu ergreifen. Fester Bestandteil gut konzipierter Reformpakete muss auch eine bessere Umverteilung durch die Steuer- und Transferpolitik sein, um die finanziellen Arbeitsanreize zu erhöhen, benachteiligte Gruppen zu fördern und das Realeinkommenswachstum einkommensschwacher Haushalte zu stärken.

Hier ein Beispiel zur Veranschaulichung des potenziellen Nutzens ehrgeizigerer Reformen: Strukturreformen zur Lockerung der Regulierung in den Bereichen Energie, Verkehr und Kommunikation sowie zur Erhöhung der Ausgaben für aktive Arbeitsmarktmaßnahmen in den G7-Ländern könnten das BIP nach fünf Jahren im Durchschnitt um 1% erhöhen (Abb. 1.26; Égert und Gal, 2017), wobei die langfristigen Effekte etwas höher wären<sup>12</sup>. Die genannten Reformbereiche dienen zwar nur der Veranschaulichung, stehen jedoch im Großen und Ganzen mit den in der Ausgabe 2019 von *Going for Growth* (OECD, erscheint demnächst) identifizierten wichtigsten Reformprioritäten im Einklang. Derartige BIP-Zuwächse könnten zudem die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung in hoch verschuldeten Ländern verbessern.

Wenn zudem protektionistischen Tendenzen entgegengewirkt und das globale regelbasierte internationale Handelssystem durch multilateralen Dialog gestärkt würde, könnte dies helfen, bei den Unternehmen das nötige Vertrauen für Investitionen zu schaffen. Damit würde auch einer Beeinträchtigung der langfristigen Wachstumsaussichten vorgebeugt, zu der es im Fall einer Abkehr von offenen Märkten käme. Neben Schritten zur Wahrung des regelbasierten internationalen Handelssystems muss auch mehr unternommen werden, um die Effekte der stärkeren globalen Integration auf gefährdete Arbeitskräfte und Regionen abzufedern. Denjenigen, die am stärksten von den Auswirkungen der globalen Integration betroffen sind, muss geholfen werden, in neue Tätigkeiten überzuwechseln und neue Kompetenzen zu erwerben. Entscheidend ist auch, Politikfehler zu vermeiden, wie z.B. die Einführung handelspolitischer Maßnahmen, die die Einfuhren beschränken, statt die Ausfuhren zu fördern.

Figure 1.26. **GDP effects of selected structural reforms in G7 countries**



Note: The GDP effects are calculated as a cumulative difference over five years between a country-specific reform scenario as estimated by Égert and Gal (2017), capturing the impact of structural reforms, and the baseline OECD long-term projections. Structural reforms include a typical past improvement observed in the OECD countries, or an improvement to the best performer if the gap with the best performer is smaller than the typical change, in two policy indicators (regulation in energy, transport and communications – ETCR; and spending on active labour market policies – ALMP).

Source: OECD Economic Outlook 104 database; Égert and Gal (2017), "The Quantification of Structural Reforms in OECD Countries: A New Framework", *OECD Journal: Economic Studies*, vol. 2016/1; and OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879957>

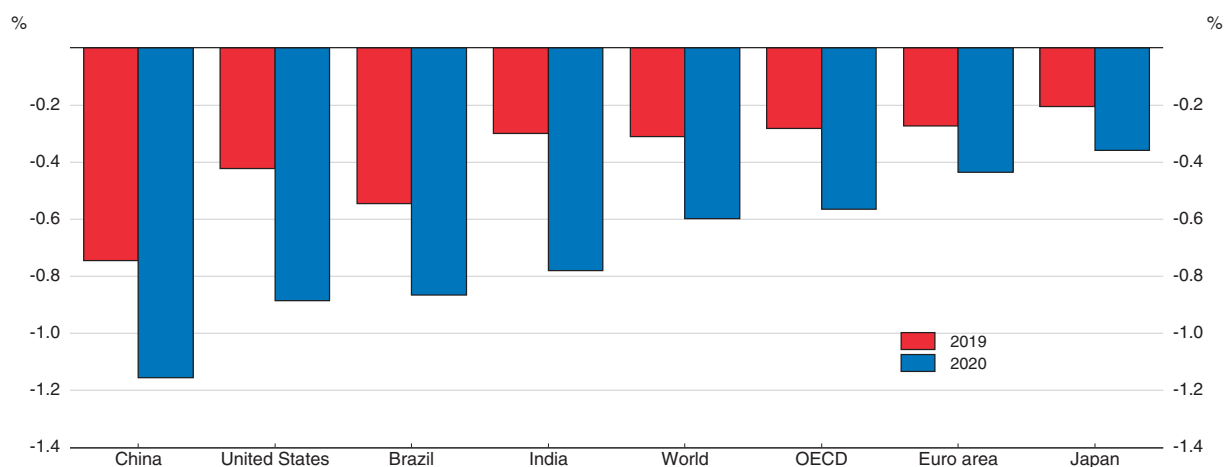
## Politikoptionen zur Vorbeugung eines künftigen Wirtschaftsabschwungs

In Anbetracht zunehmender Abwärtsrisiken empfiehlt es sich, die Politikoptionen zu untersuchen, die zur Verfügung stehen, falls es zu einer stärkeren Wachstumsabschwächung kommen sollte als gegenwärtig in den Projektionen unterstellt. Zwischen den verschiedenen Abwärtsrisiken, die von verschärften Handelsspannungen, dem auf den Finanzmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften lastenden Druck sowie höheren Ölpreisen ausgehen, sind Wechselwirkungen möglich. Dies könnte insbesondere der Fall sein, wenn Zollerhöhungen oder steigende Ölpreise infolge von Angebotsstörungen zu über Erwartungen starken inflationären Spannungen führen und so in vielen Ländern eine zusätzliche Straffung der Geldpolitik bewirken. Sollten erhebliche Abwärtsrisiken auftreten, könnten sich die Politikverantwortlichen vor die schwierige Aufgabe gestellt sehen, auf eine deutliche Wachstumsverlangsamung reagieren zu müssen, wenn zugleich die Inflation steigt und der Politikspielraum in vielen Ländern begrenzt ist. Mit dem NiGEM-Modell durchgeführte Simulationen zeigen beispielsweise, dass das Zusammentreffen einiger der vorstehend erörterten Risiken dazu führen könnte, dass sich das weltweite BIP bis 2020 um über 0,5% und der Welthandel um über 2% schwächer entwickelt als im Basisszenario (Abb. 1.27). Außerdem würde die weltweite Inflation 2019 und 2020 um über ½ Prozentpunkte über dem Basisszenario liegen. Sollte die erhöhte handelspolitische Unsicherheit zu noch schwächeren Unternehmensinvestitionen führen als in diesem Szenario unterstellt, wäre die weltweite Produktion Ende 2020 sogar um fast 1% geringer. Der Welthandel würde in diesem Fall um rd. 3% niedriger ausfallen.

In vielen Ländern besteht weniger Spielraum als in früheren Abschwüngen, das Wachstum durch makroökonomische Politikmaßnahmen anzukurbeln. Wegen der sehr niedrigen Leitzinsen und der niedrigeren neutralen Zinssätze ist es schwierig, die realen Zinssätze deutlich zu senken. Der fiskalische Spielraum ist in einigen Ländern ebenfalls begrenzt; hier besteht das Risiko, dass fiskalische Impulse auf nationaler Ebene zu höheren Risikoprämien auf Staatsanleihen führen. Deshalb dürfte im Fall eines schwerwiegenden Abschwungs, der

Figure 1.27. **An interaction of downside risks would slow global growth substantially**

Percentage difference from baseline in GDP at constant prices



Note: Combined effects from an increase of 20 USD per barrel in oil prices, an increase of 100 basis points in investment risk premia in all emerging-market economies and a further intensification of tariffs on US-China bilateral trade from 2019 onwards. All shocks are assumed to last for five years.

Source: OECD calculations.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888933879976>

eine große Zahl von Volkswirtschaften betrifft, sowohl im Bereich der Geldpolitik als auch der Fiskalpolitik deutlich mehr internationale Zusammenarbeit erforderlich sein. Selbst eine nicht formalisierte Zusammenarbeit würde für genügend gemeinsame Impulse sorgen, um einem weltweiten Abschwung entgegenzuwirken. Zudem würde sie die Lockerung der makroökonomischen Politik in allen Ländern erleichtern, da sich die Kosten entsprechender Maßnahmen für die einzelnen Länder verringern würden.

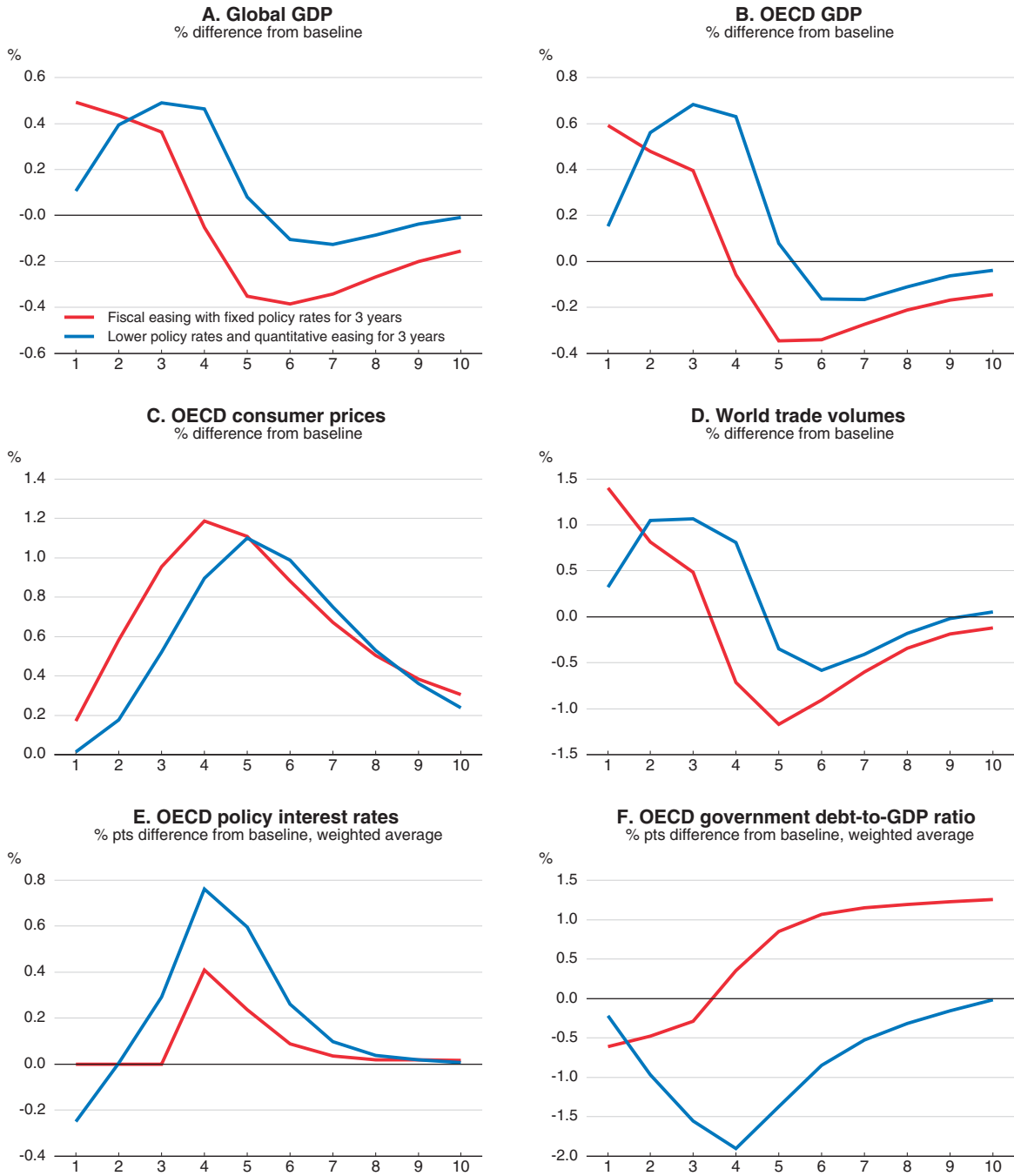
Unter Verwendung des globalen makroökonomischen Modells NiGEM berechnete Szenarien zur Veranschaulichung einer abgestimmten Politik lassen darauf schließen, dass sich ein drastischer Konjunkturrückgang durch Schritte zur Ausweitung der fiskalischen Unterstützung schneller abfedern ließe als durch abgestimmte Schritte zur Lockerung der Geldpolitik. Letztere hätten jedoch einen länger anhaltenden Effekt. Zwei Zukunftsszenarien werden betrachtet:

- Eine dreijährige fiskalische Expansion um 0,5% des BIP in allen Ländern und Regionen, bei der die Haushaltsziele entsprechend gesenkt werden. Für die meisten Volkswirtschaften wird unterstellt, dass dies über eine Erhöhung des Staatsverbrauchs erfolgt. Für einige aufstrebende Volkswirtschaften wurde aufgrund von Modelleinschränkungen jedoch ein allgemeiner Anstieg der nominalen Staatsausgaben in Höhe von 0,5% des BIP zugrunde gelegt. Die Leitzinsen verharren in den Annahmen drei Jahre lang auf den Werten des Basisszenarios.
- Im Mittelpunkt des zweiten Szenarios, das ebenfalls für alle Volkswirtschaften und Regionen berechnet wurde, steht eine vorübergehende Expansion der Geldpolitik. Dabei wird der Effekt einer eingangs erfolgenden Senkung der Leitzinssätze um  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkte in der typischen Volkswirtschaft sowie einer zusätzlichen quantitativen Lockerung über 3 Jahre untersucht<sup>13</sup>. Es wird davon ausgegangen, dass die quantitative Lockerung die Laufzeitprämie auf 10-jährige Staatsanleihen 3 Jahre lang um 50 Basispunkte verringert, was einem Konjunkturimpuls in etwa der Hälfte des Umfangs der ersten quantitativen Lockerungsmaßnahmen entspricht, die nach der weltweiten Finanzkrise von einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ergriffen wurden.

Die abgestimmte fiskalische Expansion steigert die globale gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Jahr um rd. 0,5%, was einem Multiplikator von 1 entspricht, der sich jedoch zu verringern beginnt, wenn die Inflation und die Leitzinsen steigen (Abb. 1.28). Der abgestimmte geldpolitische Konjunkturimpuls drückt die langfristigen Zinssätze im Vergleich zum fiskalischen Szenario, und in den OECD-Volkswirtschaften liegen die langfristigen Zinsen auf kurze Sicht etwa 25 Basispunkte unter dem Niveau des Basisszenarios. Dies kann in Volkswirtschaften schwer umzusetzen sein, in denen bereits eine umfangreiche quantitative Lockerung stattgefunden hat und die Zinssätze an oder nahe bei ihrer effektiven Untergrenze liegen. Der Rückgang der Zinssätze führt zu einem deutlichen Produktionswachstum, das jedoch später zum Tragen kommt als die Effekte eines rein fiskalischen Schocks. Anschließend werden die Leitzinsen wegen des zunehmenden weltweiten Inflationsdrucks (im Vergleich zum Basisszenario) drastisch angehoben.

Diese Maßnahmen haben zusätzlich zu ihren unterschiedlichen Auswirkungen auf Produktion und Inflation auch Folgen für die Finanzmärkte sowie die Höhe und Zusammensetzung der Verschuldung. Letztere Effekte sind in den meisten Fällen jedoch gering, was z.T. durch die vorübergehende Natur des Abschwungs und der Politikreaktion bedingt ist. Die über den Staatsverbrauch erfolgende fiskalische Expansion führt mittelfristig zu einem leichten Anstieg der Staatsschuldenquote. Demgegenüber führt die monetäre Expansion dazu, dass die Staatsschuldenquote bei oder unter dem Niveau des Basisszenarios verharrt.

Figure 1.28. Policy options to offset a global cyclical downturn



Note: The fiscal scenario is a co-ordinated global fiscal easing of 0.5% of GDP sustained for three years, with policy interest rates held fixed for three years. The monetary scenario is one in which the nominal GDP target is raised by 1 percentage point for three years and the term premium on long-term government bonds is reduced by 50 basis points for a similar period.

Source: OECD calculations.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888933879995>

Diese Ergebnisse lassen darauf schließen, dass eine abgestimmte Reaktion im Fall eines drastischen weltweiten Konjunkturrückgangs ein wirkungsvolles Gegengewicht darstellen könnte. Zudem wären die Effekte wahrscheinlich größer als hier dargestellt, da gemeinsames Handeln das Vertrauen festigen und die Unsicherheit verringern würde. Fiskalische Maßnahmen, die mit einem vorübergehenden Anstieg der Staatsausgaben verbunden sind, würden einen Abschwung am schnellsten bremsen, geldpolitische Impulse könnten jedoch länger anhaltende Effekte haben. Allerdings wären geldpolitische Impulse im hier betrachteten Umfang in Volkswirtschaften, in denen die Zinssätze nahe an der effektiven Untergrenze liegen, äußerst schwer umzusetzen. Fiskalische Maßnahmen dürften daher eine besonders wichtige Rolle spielen. Aufgrund der mit der Einführung neuer fiskalischer Maßnahmen und der Abstimmung der nationalen Reaktionen in der Regel verbundenen zeitlichen Verzögerungen sollten die Maßnahmen, die im Fall eines drastischen Abschwungs ergriffen werden könnten, außerdem schon früh vorbereitet werden. Wenn vorhandene Spielräume in Phasen, in denen das Wachstum über dem Trend liegt, genutzt werden, um neue Finanzpuffer aufzubauen, würde zusätzlicher Handlungsspielraum für den Fall eines Abschwungs geschaffen.

### Anmerkungen

1. Andere Faktoren, die den Welthandel hemmen, sind das moderatere Wachstum der Investitionen (die eine relativ handelsintensive Nachfragekomponente darstellen) und das schwächere Wachstum der Produktion im Euroraum (der aufgrund seines umfangreichen Binnenhandels ein relativ handelsintensiver Teil der Weltwirtschaft ist).
2. Der fiskalpolitische Kurs bemisst sich nach der Veränderung des strukturellen gesamtstaatlichen Primärsaldos in Prozent des Potenzial-BIP.
3. Konsenswachstumsprognosen deuten darauf hin, dass für die nächsten zehn Jahre nur mit einem globalen BIP-Wachstum in KKP von durchschnittlich  $3\frac{1}{2}\%$  pro Jahr gerechnet wird. Vor der Krise sowie direkt danach wurde demgegenüber noch ein durchschnittliches globales Wachstum von  $4\text{--}4\frac{1}{2}\%$  pro Jahr erwartet.
4. Aufgrund höherer Abschreibungssätze, die zum Teil durch die kürzere Lebensdauer von Technologieinvestitionen bedingt sind, bedarf es für ein gleich hohes Wachstum des Nettokapitalstocks inzwischen wesentlich höherer Bruttoinvestitionen.
5. Dies entspricht weitgehend dem von Caggiano et al. (2017) festgestellten maximalen Effekt eines Unsicherheitsschocks von 1 Standardabweichung auf die Investitionstätigkeit.
6. OECD-Schätzungen lassen darauf schließen, dass ein Rückgang der Handelsoffenheit um 4 Prozentpunkte die Gesamtfaktorproduktivität nach 5 Jahren um rd. 0,8% und nach 10 Jahren um fast 1,2% reduzieren würde (Égert und Gal, 2017).
7. Die Zinsspreads auf Staatsanleihen der aufstrebenden Volkswirtschaften sind gegenüber denen von US-Staatsanleihen gestiegen, verharren jedoch unter den Ende 2015 und Anfang 2016 verzeichneten Höchstwerten. Die Aktienkurse sind in den meisten Volkswirtschaften gesunken und ihre Volatilität hat zugenommen.
8. Die japanische Zentralbank hat Staatsanleihen im Umfang von rd. 80% des BIP erworben und besitzt nunmehr nahezu 45% des Gesamtbestands an ausstehenden Staatsanleihen (Abb. 1.20). Zudem hat sie das Zinsziel für 10-jährige Staatsanleihen etwas flexibilisiert und für mehr Flexibilität bei Käufen von Vermögenswerten börsengehandelter Fonds und japanischer Immobilienfonds gesorgt. Diese Politik hatte als Nebeneffekt, dass die Schuldendienstkosten des Staats gesunken sind.
9. Die Regierung hat bereits eine dreijährige Steuererleichterung für Unternehmen eingeführt, die die Arbeitsentgelte ihrer Beschäftigten um über 3% anheben und die Anlage- und Personalinvestitionen erhöhen. 2016 sagten sie außerdem eine Anhebung der Mindestlöhne um 3% pro Jahr zu, was bisher auch eingehalten wurde. Da der Mindestlohn rd. 40% des Medianlohns beträgt (womit er unter dem OECD-Durchschnitt liegt) und die Arbeitslosenquote niedrig ist, könnte eine Mindest-

- lohnanhebung um mehr als 3% in Betracht gezogen werden, eine rasche Annäherung von Mindest- und Durchschnittslohn sollte jedoch vermieden werden.
10. Der Medianwert des voraussichtlichen Rückgangs der Bruttostaatsverschuldung im Verhältnis zum BIP wird den Projektionen zufolge unter dem zwischen 1980 und 2017 in den OECD-Ländern im Median beobachteten Tempo des Schuldenabbaus liegen.
  11. Zusätzlich zum direkten Effekt niedrigerer Zinssätze haben manche Regierungen höhere Gewinne von den Zentralbanken überwiesen bekommen. In den vergangenen Jahren beliefen sich die Gewinne der Federal Reserve auf über 10% der staatlichen Bruttozinszahlungen, doppelt so viel wie 2008. In Italien erhöhten sich die Gewinnüberweisungen der Zentralbank, die den italienischen Anteil an den EZB-Gewinnen umfassen, 2017 auf 7,5% der staatlichen Bruttozinszahlungen, gegenüber 2% in den Jahren 2008-2010. Im Vereinigten Königreich beliefen sich die Auszahlungen des Asset Purchase Facility Fund an das britische Schatzamt in den vergangenen vier Jahren auf rd. 20% der Bruttozinszahlungen. In Japan betragen die Zahlungen der Zentralbank an die Regierung rd. 5% der Bruttozinszahlungen.
  12. Um dies zu erreichen, müssten bei beiden Aspekten Veränderungen in einem Umfang vorgenommen werden, wie er in der Vergangenheit in den OECD-Ländern typisch war, oder müsste der Kurs an den des erfolgreichsten Landes angepasst werden, wenn die typische Veränderung größer ist als der Abstand zum erfolgreichsten Land. Die typische Veränderung bezieht sich auf die durchschnittliche Veränderung eines Politikindicators, die in den Ländern beobachtet wurde, die die betreffende Strukturreform in der Vergangenheit umgesetzt haben (Égert und Gal, 2017). Die Indikatoren umfassen das Regulierungsumfeld insgesamt in den Bereichen Energie, Verkehr und Kommunikation sowie die Ausgaben für aktive Arbeitsmarktmaßnahmen je Arbeitslosen (in Prozent des Pro-Kopf-BIP).
  13. Die Leitzinsänderung wird durch eine Anhebung des Zielwerts für das nominale BIP in der Standardregel des NiGEM-Modells um 1% für drei Jahre herbeigeführt.

### Literaturverzeichnis

- Albertazzi, U. et al. (2014), "The Impact of the Sovereign Debt Crisis on the Activity of Italian Banks", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 46, S. 387-402, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.05.005>.
- Berthou, A. et al. (2018), "Quantifying The Losses From A Global Trade War", *Banque de France ECO Notepad*, 19. Juli, <https://bloctnotesdeleco.banque-france.fr/en/blog-entry/quantifying-losses-global-trade-war>.
- Cadot, O., J. Gourdon und F. van Tongeren (2018), "Estimating Ad Valorem Equivalents of Non-Tariff Measures: Combining Price-Based and Quantity-Based Approaches", *OECD Trade Policy Papers*, No. 215, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/f3cd5bdc-en>.
- Caggiano, G., E. Castelnuovo und G. Pellegrino (2017), "Estimating the real effects of uncertainty shocks at the Zero Lower Bound", *European Economic Review*, Vol. 100, <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2017.08.008>.
- Chen, Q., I. Goldstein und W. Jiang (2010), "Payoff Complementarities and Financial Fragility: Evidence from Mutual Fund Outflows", *Journal of Financial Economics*, Vol. 97(2), S. 239-262, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.03.016>.
- Coibion, O. und Y. Gorodnichenko (2015), "Is the Philips Curve Alive and Well after All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 7(1), S. 197-232, <http://dx.doi.org/10.1257/mac.20130306>.
- Conflitti, C. und R. Cristadoro (2018), "Oil Prices and Inflation expectations", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, No. 423, Banca d'Italia, [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2018-0423/QEF\\_423\\_18.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2018-0423/QEF_423_18.pdf).
- Égert B. und P. Gal (2017), "The quantification of structural reforms in OECD countries: A new framework", *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2016/1, OECD Publishing, Paris, [https://doi.org/10.1787/eco\\_studies-2016-5jg1lqspxtvk](https://doi.org/10.1787/eco_studies-2016-5jg1lqspxtvk).
- ESRB (2015), *Report on systemic risks in the EU insurance sector*, Dezember, Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, Frankfurt am Main.

- EZB (2018), "Makroökonomische Implikationen des zunehmenden Protektionismus", *EZB Wirtschaftsbericht*, Ausgabe 6/2018, Europäische Zentralbank.
- Federal Reserve Bank of Atlanta (2018), "Are Tariff Worries Cutting Into Business Investment?", *Federal Reserve Bank of Atlanta macroblog*, 7. August, <http://macroblog.typepad.com/macroblog/2018/08/are-tariff-worries-cutting-into-business-investment.html>.
- Guillemette, Y. und D. Turner (2018), "The Long-View: Scenarios for the World Economy to 2060", *OECD Economic Policy Paper*, No. 22, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/b4f4e03e-en>.
- Haugh, D. et al. (2016), "Cardiac arrest or dizzy spell: Why is world trade so weak and what can policy do about it?", *OECD Economic Policy Papers*, No. 18, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5jlr2h45q532-en>.
- Heller, D. und N. Vause (2012), "Collateral Requirements for Mandatory Central Clearing of Over-the-counter Derivatives", *BIS Working Papers*, No. 373, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, <https://www.bis.org/publ/work373.pdf>.
- IWF (2015), *Global Financial Stability Report*, Internationaler Währungsfonds, Washington, April, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-April-2015-Navigating-Monetary-Policy-Challenges-and-42422>.
- Maravalle, A. und Ł. Rawdanowicz (2018), "To shorten or to lengthen? Public debt management in the low interest rate environment", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1483, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/192ef3ad-en>.
- OECD (erscheint demnächst), *Economic Policy Reforms 2019: Going for Growth*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2018a), *Economic Policy Reforms 2018: Going for Growth Interim Report*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/growth-2018-en>.
- OECD (2018b), "Trade Policy and the Global Economy – Scenario 2: Increasing Tariffs", *Trade Policy Brief*, OECD, Paris, <http://www.oecd.org/trade/oecd-trade-scenario-2-increasing%20tariffs.pdf>.
- OECD (2018c), "Trade Policy and the Global Economy – Scenario 1: Reducing Tariffs", *Trade Policy Brief*, OECD, Paris, <http://www.oecd.org/trade/oecd-trade-scenario-1-reducing-tariffs.pdf>.
- OECD (2018d), *OECD-Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2018/1*, OECD Publishing, Paris, [http://dx.doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2018-1-de](http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2018-1-de).
- OECD (2018e), *OECD Economic Surveys: Euro Area 2018*, OECD Publishing, Paris, [https://doi.org/10.1787/eco\\_surveys-euz-2018-en](https://doi.org/10.1787/eco_surveys-euz-2018-en).
- OECD (2017a), *OECD-Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2017/2*, OECD Publishing, Paris, [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2017-2-de](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2017-2-de).
- OECD (2017b), "Making Trade Work For All", *OECD Trade Policy Papers*, No. 202, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/6e27effd-en>.
- OECD (2017c), *International Regulatory Co-operation and Trade: Understanding the Trade Costs of Regulatory Divergence and the Remedies*, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264275942-en>.
- OECD (2015), *OECD-Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2015/2*, OECD Publishing, Paris, [https://doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2015-2-de](https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2015-2-de).
- OECD-UNCTAD-WTO (2018), *19<sup>th</sup> OECD-UNCTAD-WTO Report on G20 Trade and Investment Measures*, OECD, Paris, <http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/19th-Report-on-G20-Trade-and-Investment-Measures.pdf>.
- Perez-Segura, A. und R.J. Vigfusson (2016), "The Relationship between Oil Prices and Inflation Compensation", *IFDP Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/2573-2129.19>.
- Zoli, E. (2013), "Italian Sovereign Spreads: Their Determinants and Pass-through to Bank Funding Costs and Lending Conditions", *IMF Working Papers*, No. 13/84, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1384.pdf>.



## ANHANG 1.1

### *Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die Projektionen*

Die fiskalpolitischen Hypothesen für 2018-2020 basieren soweit möglich auf gesetzlich verankerten Steuer- und Ausgabenbeschlüssen und stehen mit den Projektionen für die Wachstums-, Inflations- und Lohnentwicklung im Einklang. Wo Pläne der Regierungen angekündigt, aber noch nicht gesetzlich beschlossen sind, wurden sie in die Projektionen einbezogen, sofern davon ausgegangen wird, dass sie in einer Form umgesetzt werden, die der angekündigten sehr nahekommt. Wo nicht genügend Informationen vorliegen, um die Entwicklung der Haushaltsergebnisse vorherzusagen, werden die strukturellen Primärsalden unverändert gehalten, was bedeutet, dass keine diskretionären Änderungen des fiskalischen Kurses unterstellt werden. Für die Länder des Euroraums werden auch die in den Stabilitätsprogrammen aufgeführten Ziele zugrunde gelegt.

Was die Geldpolitik angeht, so entspricht die unterstellte Leitzinsentwicklung der unter Zugrundelegung der OECD-Projektionen für Wirtschaftstätigkeit und Inflation als am wahrscheinlichsten erachteten Entwicklung; diese kann vom angekündigten Pfad der Währungsbehörden abweichen.

- Für die Vereinigten Staaten wird davon ausgegangen, dass die obere Grenze des Zielkorridors des Zinssatzes für Tagesgeld bis Dezember 2019 schrittweise von gegenwärtig 2,25% auf 3,5% angehoben und 2020 konstant gehalten wird.
- Für Japan wird unterstellt, dass der kurzfristige Leitzins auf den betreffenden Teil (*policy-rate balances*) der Einlagen der Finanzinstitute bei der Zentralbank über den gesamten Projektionszeitraum bei -0,1% belassen wird.
- Für den Euroraum wird mit einer Anhebung des Zinssatzes für die Einlagefazilität ab Ende 2019 vom gegenwärtig negativen Niveau von -0,4% auf 0,2% bis Ende 2020 gerechnet.
- Für China wird von einem leicht akkommodierenden geldpolitischen Kurs ausgegangen.
- Für Indien wird unterstellt, dass der Reposatz Mitte 2019 von seinem gegenwärtigen Niveau von 6,5% schrittweise auf 7% angehoben wird und 2020 dann auf 6,75% gesenkt wird.
- Für Brasilien wird davon ausgegangen, dass der Leitzins bis Ende 2020 schrittweise auf 8,25% angehoben wird.

Auch wenn sich ihr Effekt schwer beurteilen lässt, wird unterstellt, dass im Projektionszeitraum die folgenden Maßnahmen der quantitativen Lockerung ergriffen werden, was sich implizit auf die langfristigen Zinssätze auswirkt. Für die Vereinigten Staaten wird

davon ausgegangen, dass die Federal Reserve den Wertpapierbestand wie angekündigt verringert. Für Japan wird unterstellt, dass die Zentralbank die Wertpapierkäufe und die Zinskurvensteuerung fortsetzt. Für Ende 2020 wird allerdings mit einer stärkeren Flexibilisierung der Zinskurvensteuerung gerechnet, was Ende 2020 in einem leichten Anstieg der Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen resultieren dürfte. Für den Euroraum wird unterstellt, dass die EZB ihre Wertpapierkäufe 2018 allmählich zurückfährt, womit die langfristigen Zinsen 2019-2020 nach und nach steigen dürften.

Bereits umgesetzte bzw. für den Projektionszeitraum angekündigte Strukturreformen wurden berücksichtigt, weitere Reformen wurden in den Projektionen jedoch nicht unterstellt.

Die Projektionen gehen von unveränderten Wechselkursen gegenüber ihrem Stand vom 30. Oktober 2018 aus, d.h. einem US-Dollar-Wechselkurs von 112,7 JPY, 0,88 EUR (bzw. einem Euro-Kurs von 1,14 USD) und 6,97 CNY.

Es wird davon ausgegangen, dass der Preis für die Rohölsorte Brent während des gesamten Projektionszeitraums konstant bei 80 USD pro Barrel liegt, was mit den Durchschnittspreisen im September und Oktober im Einklang steht. Für die Preise anderer Rohstoffe wird unterstellt, dass sie im Projektionszeitraum konstant auf ihrem durchschnittlichen Niveau von Oktober 2018 verharren werden.

Den Projektionen für das Vereinigte Königreich liegt die technische Annahme zugrunde, dass zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU nach dem formellen EU-Austritt Ende März 2019 eine Übergangsvereinbarung bis Ende 2020 besteht. Hierdurch werden die potenziellen Handelsstörungen gering gehalten. Es wird davon ausgegangen, dass das Ende der Übergangsphase reibungslos verläuft, wobei die endgültige Vereinbarung über die künftigen Beziehungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich allerdings bis 2020 ungewiss bleibt.

Die von den Vereinigten Staaten und China bis Oktober 2018 auf ihren bilateralen Handel verhängten Zölle wurden in den Projektionen berücksichtigt, es wurden jedoch keine zusätzlichen Maßnahmen unterstellt.

Redaktionsschluss für die in den Projektionen zugrunde gelegten Daten war der 14. November 2018.